

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Mario Hecker

**Die Beteiligung der Aktionäre  
am übernahmerechtlichen  
Befreiungsverfahren**

Nr. 116



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

Mario Hecker\*

### **Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren**

– Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main, Beschl. vom 27.5.2003 - WpÜG 01/03  
(„ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –<sup>1</sup>

*Wer die unmittelbare oder mittelbare Kontrolle über eine börsennotierte Aktiengesellschaft erlangt hat, muss nach § 35 Abs. 2 WpÜG allen anderen Aktionären ein Pflichtangebot unterbreiten. § 37 Abs. 1 WpÜG gibt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) die Möglichkeit, den Erwerber der Kontrolle von der Angebotspflicht zu befreien. Bislang lehnt es die BAFin ab, die Aktionäre der Zielgesellschaft an dem Befreiungsverfahren zu beteiligen. Das Oberlandesgericht Frankfurt hat die Behörde in einem kürzlich im Eilverfahren dazu ergangenen Beschluss, der die ProSiebenSat.1 Media AG betraf, darin bestätigt. Der Verf. legt im folgenden dar, warum seiner Ansicht nach die Aktionäre die Zielgesellschaft jedenfalls einen Anspruch auf ermessensfehlerfreie Entscheidung über die Hinzuziehung zum Befreiungsverfahren nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG haben. Darüber hinaus werden einige Aspekte des konkreten Falls, es ging um eine Befreiung im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft nach § 37 WpÜG i. V. m. § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung, näher beleuchtet.*

---

\* Ass. jur.; wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Bankrecht, Lehrstuhl Prof. Dr. Dr. h. c. Theodor Baums

<sup>1</sup> Veröffentlicht in: DB 2003, 1373 mit Anm. Zschocke/Rahlf's, DB 2003, 1375.

## Inhaltsübersicht

- I. Einführung
- II. Die Befreiung von der Angebotspflicht nach § 37 Abs. 1 WpÜG
  1. Grundlagen
  2. Interessenabwägung
  3. Verfahren; Statistik
- III. Zu den Hintergründen der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main
  1. Sanierungsbedürftigkeit der *ProSiebenSat.1 Media AG*?
  2. Sanierungsabsicht des präsumtiven Kontrollerwerbers; Besonderheiten der Interessenabwägung im Rahmen von § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung
  3. Gang des Verfahrens
- IV. Durchsetzbares Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft auf Teilhabe an dem Befreiungsverfahren?
  1. Durchsetzbarkeit im einstweiligen Rechtsschutz (Zulässigkeit des Antrags auf Erlass einer einstweiligen Anordnung)
  2. Grundlagen der Verfahrensteilhabe (Begründetheit des Antrags)
    - a) Kein Anspruch auf (notwendige) Hinzuziehung aus § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG
    - b) Kein Anspruch auf (einfache) Hinzuziehung nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG wegen Ermessenreduzierung auf „Null“
    - c) (Nur) Anspruch der Aktionäre auf ermessensfehlerfreie Entscheidung über den Antrag auf (einfache) Hinzuziehung nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG
- V. Folgefragen im Zusammenhang mit der Beteiligung der Aktionäre am Befreiungsverfahren nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG
  1. Information der Aktionäre über den Verfahrensstand; Akteneinsicht
  2. Rechtsbehelfe gegen die Befreiungsverfügung der *BAFin*
    - a) Anfechtungswiderspruch
    - b) Anfechtungsbeschwerde
- VI. Rechtsfolgen des Erlasses einer rechtswidrigen Befreiungsverfügung durch die *BAFin*
  1. Tatbestandswirkung
  2. Keine Amtshaftung des Bundes

## I. Einführung

Seit seinem Inkrafttreten am 1.1.2002 hat das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) bereits erhebliche praktische Bedeutung erlangt. Der Jahresbericht der *BAFin* verzeichnet für das Jahr 2002 insgesamt 44 Angebotsverfahren nach dem WpÜG, darunter 15 Pflichtangebote<sup>2</sup>; seit Jahresbeginn 2003 wurden bereits mehr als 7 weitere Pflichtangebote abgegeben. Ein solches Pflichtangebot muss nach § 35 Abs. 2 WpÜG abgeben, wer die Kontrolle über eine börsennotierte Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien (Zielgesellschaft) erlangt hat (§§ 1, 2 Abs. 3 WpÜG)<sup>3</sup>. Kontrolle ist das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an einer Zielgesellschaft (§ 29 Abs. 2 WpÜG). Die Kontrolle kann sowohl durch den Erwerb von Stimmrechten (Aktien) als auch durch deren erstmalige Zurechnung nach §§ 39, 30 WpÜG erlangt werden<sup>4</sup>.

Der Erwerber der Kontrolle kann der Angebotspflicht zum einen dadurch entgehen, dass er bei der *BAFin* beantragt, dass die von neu ihm erworbenen oder ihm neu zuzurechnenden Stimmrechte bei der Ermittlung seines Stimmrechtsanteils unberücksichtigt bleiben (§ 36 WpÜG)<sup>5</sup>. Soweit die *BAFin* die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten zulässt, wozu sie verpflichtet ist, wenn einer der in § 36 Nr. 1 bis 3 WpÜG genannten Tatbestände vorliegt (gebundene Entscheidung), ist der Erwerber der Kontrolle so zu behandeln, als habe er die betreffenden Stimmrechte nicht erworben bzw. als seien ihm die Stimmrechte nicht zuzurechnen. Damit entfällt zugleich und mit Rückwirkung auf den Zeitpunkt des Erwerbs der Stimmrechte bzw. auf den Zeitpunkt der Begründung des Zurechnungstatbestandes der Tatbestand der „Erlangung der Kontrolle“ nach §§ 35 Abs. 1, 29 Abs. 2 WpÜG. Der Antragsteller ist also im Weiteren so zu behandeln, als habe er die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu diesem Zeitpunkt nicht erlangt. Folglich muss er auch kein Pflichtangebot abgeben.

---

<sup>2</sup> *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Jahresbericht 2002, Teil A, S. 175. f.

<sup>3</sup> Einführend dazu *Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung, in: von Rosen/Seifert (Hrsg.), *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*, Frankfurt 1999, 165; *Harbarth*, Kontrollerlangung und Pflichtangebot, ZIP 2002, 321.

<sup>4</sup> Zur Zurechnung siehe insbesondere *Liebscher*, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und des WpÜG, ZIP 2002, 1005.

<sup>5</sup> Dazu *Harbarth* (Fn. 3), ZIP 2002, 321, 327 ff.; *von Bülow/Bücker*, Das Konzernprivileg des § 36 Nr. 3 WpÜG – Tatbestand, Rechtsfolgen, Verfahren, *Der Konzern* 2003, 185; *Fuhrmann/Oltmanns*, Pflichtangebot bei konzerninternen Umstrukturierungen, *NZG* 2003, 17; *Holzborn/Blank*, Die Nichtzurechnung nach §§ 20, 36 WpÜG und die Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 WpÜG §§ 8 ff. WpÜGAngVO, *NZG* 2002, 948, 949 f.; *Lenz/Linke*, Das WpÜG in der aufsichtsrechtlichen Praxis, *Die AG* 2002, 361, 366.

## II. Die Befreiung von der Angebotspflicht nach § 37 Abs. 2 WpÜG

Liegen die Voraussetzungen des § 36 WpÜG nicht vor, so kann der Erwerber der Kontrolle zum anderen beantragen, dass ihn die *BAFin* nach § 37 Abs. 1 WpÜG von der Angebotspflicht befreit. Die *BAFin* kann danach den Erwerber der Kontrolle von den in § 35 WpÜG statuierten Pflichten, darunter von der Angebotspflicht nach § 35 Abs. 2 WpÜG, befreien, sofern der Einzelfall aufgrund seiner Besonderheiten dazu Anlass gibt *und* die Befreiung unter Berücksichtigung der Interessen des Erwerbers der Kontrolle und der Inhaber der Aktien der Zielgesellschaft gerechtfertigt erscheint<sup>6</sup>.

### 1. Grundlagen

Wann Anlass für eine Befreiung bestehen kann, ist in § 37 Abs. 1 WpÜG in fünf einerseits sehr offen gehaltenen, andererseits insoweit gleichwohl abschließenden<sup>7</sup> Tatbeständen<sup>8</sup> näher bestimmt. § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, der auf der Verordnungsermächtigung in § 37 Abs. 2 WpÜG beruht, konkretisiert durch die Aufzählung von Tatbeständen, in denen eine Befreiung nach § 37 Abs. 1 WpÜG *insbesondere* erteilt werden kann, die dort genannten Tatbestände, ohne damit neue Befreiungstatbestände zu schaffen<sup>9</sup>. Die einzelnen Befreiungstatbestände sind andernorts schon eingehend erläutert worden<sup>10</sup>, auf sie soll deshalb hier nicht noch einmal eingegangen werden.

---

<sup>6</sup> Harbarth (Fn. 3), ZIP 2002, 321, 330 ff.; Bredow/F.-M. Liebscher, Befreiung vom Pflichtangebot nach WpÜG bei Selbstverpflichtung zur Durchführung eines Squeeze-out, DB 2003, 1368; Holzborn/Friedhoff, Die Befreiung vom Pflichtangebot bei Sanierung der Zielgesellschaft nach § 37 WpÜG; § 9 Satz 1 Nr. 3 RVWpÜG, BKR 2001, 114; Holzborn/Blank (Fn. 5), NZG 2002, 948, 950 ff.; Lenz/Linke (Fn. 5), Die AG 2002, 361, 366 f.

<sup>7</sup> Ebenso Harbarth (Fn. 3), ZIP 2002, 321, 330; Meyer, in: Geibel/Stüßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar, 2002, § 37 Rz. 24; Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2003, § 37 Rz. 14.

<sup>8</sup> Meyer, in: Geibel/Stüßmann (Hrsg.) (Fn. 7), § 37 Rz. 21; Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), Rz. 18, und Hommelhoff/Witt, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, 2002, § 37 Rz. 2, halten es für unangebracht von „Befreiungstatbeständen“ zu sprechen. Sie bevorzugen statt dessen den Begriff „Befreiungsgründe“. – Wie hier Harbarth (Fn. 3), ZIP 2002, 321, 330.

<sup>9</sup> Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 37 Rz. 2.

<sup>10</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 6 sowie insbesondere Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), Kommentierung zu § 37.

## 2. Interessenabwägung

Die nach der Feststellung des einschlägigen Befreiungstatbestandes notwendige Interessenabwägung setzt zunächst voraus, dass die *BAFin* die betroffenen Interessen näher bestimmt. Die *Interessen des Antragstellers* ergeben sich aus seinem Antrag. Der Antragsteller muss darin Tatsachen vortragen, die sein Befreiungsbegehren rechtfertigen können (§ 10 Nr. 5 WpÜG-Angebotsverordnung). Die *aktuellen Interessen der (aller) Aktionäre der Zielgesellschaft* zu dem Zeitpunkt, in dem die Entscheidung über den Erlass der Befreiungsverfügung zu treffen ist, werden der *BAFin* dagegen zumeist nicht bekannt sein. Das WpÜG sieht auch nicht vor, dass die *BAFin* die aktuellen Interessen der Aktionäre zum Zwecke der Befreiungsentscheidung erheben müsste. Praktisch ist das bei börsennotierten Aktiengesellschaften ohnehin nur unter großem Aufwand möglich. Eine Beteiligung *aller* (interessierten) Aktionäre der Zielgesellschaft am Verwaltungsverfahren oder zumindest ihre Anhörung ist ebenfalls nicht ausdrücklich vorgesehen. Denkbar wäre schließlich die gesetzliche Anordnung einer Abstimmung in der Hauptversammlung über die Befreiung vom Pflichtangebot gewesen. Der Gesetzgeber hätte anordnen können, dass die *BAFin* (jedenfalls) an einen der Befreiung zustimmenden Beschluss der Hauptversammlung gebunden ist<sup>11</sup>. *Typische Aktionärsinteressen*, die Rückschlüsse auf die aktuellen Interessen der Aktionäre zulassen würden, gibt es jedenfalls nicht: In der börsennotierten Aktiengesellschaft finden sich neben den für sie charakteristischen Kapitalanlegern (Anlagegesellschafter), die vor allem auf die Rendite ihres Investments blicken, oft noch Unternehmer-Gesellschafter, denen es vor allem um die Mitwirkung an einer bestimmten Unternehmens- und Geschäftspolitik geht<sup>12</sup>. Die Kapitalanleger ihrerseits bilden darüber hinaus keineswegs eine homogene Gruppe. In der Realität lassen sich verschiedene Anlegertypen mit jeweils unterschiedlichen Anlagestrategien und divergierenden Interessen beobachten, z. B. Kleinaktionäre, Inhaber von Belegschaftsaktien, Großaktionäre und institutionelle Anleger<sup>13</sup>. Auch nach einem Kontrollerwerb oder Kontrollwechsel müssen die Interessen der Aktionäre nicht übereinstimmen: Die überwiegende Zahl der – jetzt – Min-

---

<sup>11</sup> Hierzu schon *Baums*, in: von Rosen/Seifert (Fn. 3), 165, 172 Fn. 27. – Eine dahingehende Regelung müsste allerdings ein hohes Quorum und eine von der einfachen Stimmenmehrheit (§ 133 Hs. 1 AktG) abweichende größere Mehrheit (§ 133 Hs. 2 AktG) sowie ein Stimmverbot für den Erwerber vorsehen. Siehe auch *von Bülow*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 35 Rz. 82 und 86, der den Erlass einer Befreiungsverfügung nach § 37 Abs. 1 für geboten hält, wenn die Kontrollerlangung direkte Folge eines Umwandlungsvorgangs oder einer Kapitalmaßnahme in der Zielgesellschaft ist, ihre Hauptversammlung einem Dispens von den Verpflichtungen der § 35 Abs. 1 und Abs. 2 mit einer Mehrheit von 75 % des vertretenen Grundkapitals zugestimmt hat und der Erwerber der Kontrolle an dem Beschluss weder direkt noch indirekt mitgewirkt hat.

<sup>12</sup> Siehe dazu *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht I, 1980, S. 488 ff. sowie *Mülbart*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl., 1996, S. 55 – 153, insbesondere S. 136 ff.

<sup>13</sup> *Mülbart*, Aktiengesellschaft (Fn. 12), S. 125 ff.

derheitsaktionäre wird wohl wegen der Nachteile der Stellung als Minderheitsaktionär<sup>14</sup> die Gesellschaft verlassen wollen. Es sind aber gleichwohl Konstellationen denkbar, in denen einzelne oder viele Aktionäre in der Gesellschaft verbleiben wollen, weil sie sich vom Eintritt eines neuen Mehrheitsaktionärs eine Veränderung der Unternehmens- und Geschäftspolitik in ihrem Sinne erhoffen, und die ein Pflichtangebot deshalb als Störung der Unternehmenstätigkeit und als unnötige Belastung des neuen Mehrheitsaktionärs ansehen. Angesichts dessen stellt sich die Frage, welche Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft in die Interessenabwägung nach § 37 Abs. 1 WpÜG einfließen sollen. Dass das WpÜG gänzlich darauf verzichtet, die Aktionäre der Zielgesellschaft in den Entscheidungsprozess einzubeziehen, kann wohl nur so verstanden werden, dass das Gesetz unterstellt, dass es jedenfalls im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft liegt, nach § 35 Abs. 2 WpÜG ein Pflichtangebot unterbreitet bekommen, und dass es damit sein Bewenden haben soll. Daran ist die *BAFin* gebunden. Sie darf deshalb den Erlass einer Befreiungsverfügung grundsätzlich nicht damit begründen, es bestünde im Einzelfall kein Interesse der Aktionäre an der Veröffentlichung der Kontrollierung und an einem Pflichtangebot. Etwas anderes gilt nur, wenn das fehlende Interesse (fast) *aller* Aktionäre daran tatsächlich belegt ist. Ebenso wenig darf die *BAFin* die Befreiung darauf stützen, dass die Aktionäre im konkreten Fall nicht des Schutzes durch die Pflichtangebotsregelung bedürften<sup>15</sup>. Der Gesetzgeber hat ihr eine solch weitreichende Rechtsmacht offenbar nicht einräumen wollen<sup>16</sup>, und er hat zudem auch darauf verzichtet, Ausnahmetatbestände, die an die vermeintlich fehlende Schutzbedürftigkeit der Aktionäre anknüpfen, festzulegen. Diesen Weg war noch Art. 16 Satz 3 Var. 1 bis 4 des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission gegangen, der u. a. vorsah, dass ein Pflichtangebot nicht abzugeben war, wenn der Mehrheitsaktionär oder die Zielgesellschaft innerhalb von achtzehn Monaten nach Überschreiten der Kontrollschwelle (Mehrheit der Stimmrechte) einen Verschmelzungs-, Eingliederungs- oder Formwechselbeschluss oder einen Beschluss über

---

<sup>14</sup> Eingehend dazu *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht: rechtsvergleichende Untersuchungen der Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von Unternehmensübernahmen, Diss. Hannover, 1992/93, S. 39 – 71; *Liebscher*, Konzernbildungskontrolle: rechtsformspezifische und rechtsformunabhängige Aspekte der Problematik eines konzernrechtlichen Präventivschutzes im Rahmen des Konzernierungsprozesses, Diss. Mannheim, 1994, S. 190 – 216; *Krause*, Das obligatorische Übernahmeangebot: Eine juristische und ökonomische Analyse, Diss. München, 1995, S. 181 – 201; *Houben*, Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, WM 2000, 1873, 1875 – 1878.

<sup>15</sup> *A. A. Versteegen*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 37 Rz. 20 f.

<sup>16</sup> Siehe demgegenüber *Baums*, Vorschlag eines Gesetzes zu öffentlichen Übernahmeangeboten, ZIP 1997, 1310, 1311, § 32 Abs. 5 des Vorschlags, und ihm folgend der von der *Fraktion der SPD* vorgelegte Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen (Übernahmegesetz), BT-Drucks. 13/8164, § 32 Abs. 5 des Vorschlags.

einen Unternehmensvertrag beabsichtigt hatten. Dem vom Pflichtangebot erstrebten Minderheitenschutz, so meinten seinerzeit die *Börsensachverständigenkommission* und viele Vertreter des Schrifttums, sei damit Genüge getan worden, so dass insoweit eine Ausnahme von der Angebotspflicht zugelassen werden konnte<sup>17</sup>.

Festzuhalten ist damit, dass die *BAFin* grundsätzlich darauf beschränkt ist, die vom Antragsteller vorgetragene besonderen Interessen an der Befreiung von der Angebotspflicht mit dem von ihr stets zu unterstellenden Interesse der Aktionäre an der Unterbreitung eines Pflichtangebots abzuwägen. Eine Befreiung kommt in Betracht, wenn die Interessen des Antragstellers insoweit höher zu bewerten sind<sup>18</sup>. Der Wortlaut von § 37 Abs. 1 WpÜG, wonach die Befreiung unter Abwägung der Interessen des Antragstellers und der Aktionäre *gerechtfertigt erscheinen* muss, deutet auf den ersten Blick darauf hin, dass bereits ein leichtes Übergewicht der Interessen des Antragstellers für den Erlass einer Befreiungsverfügung genügt. Dem ist zu Recht widersprochen worden<sup>19</sup>. Der vom Gesetz vorgesehene „Normfall“ ist die Erfüllung der in § 35 Abs. 2 WpÜG statuierten Angebotspflicht durch den Erwerber der Kontrolle. Die Befreiung davon ist lediglich als Ausnahme vorgesehen. Voraussetzung für den Erlass einer Befreiungsverfügung ist deshalb, dass die Interessen des Antragstellers das Interesse der Aktionäre an der Veröffentlichung der Kontrollerlangung und der Unterbreitung eines Pflichtangebots *deutlich überwiegen*.

### 3. Verfahren; Statistik

Die Befreiung wird auf Antrag durch die *BAFin* in einem rechtsgestaltenden begünstigenden Verwaltungsakt i. S. v. § 35 VwVfG gewährt<sup>20</sup>. Der Erlass der Befreiungsverfügung steht im Ermessen der *BAFin*. Für das Verfahren gelten neben den §§ 41 ff. WpÜG, §§ 8 ff. WpÜG-Angebotsverordnung auch die Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes (VwVfG).

Bei der *BAFin* wurden allein 2002 insgesamt 110 Anträge auf Nichtberücksichtigung von Stimmrechten bzw. Befreiung vom Pflichtangebot nach §§ 36, 37 WpÜG gestellt<sup>21</sup>. Überwie-

---

<sup>17</sup> So z. B. *Neye*, Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZIP 1995, 1464, 1465 f. und *Letzel*, Das Pflichtangebot nach dem Übernahmekodex – mit Vorausschau auf das Pflichtangebot nach dem ÜbG, NZG 2001, 260, 265. – A. A. z. B. *Thoma*, Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZIP 1996, 1725, 1729.

<sup>18</sup> *Harbarth* (Fn. 3), ZIP 2002, 321, 332; *Versteegen*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 37 Rz. 20, 22.

<sup>19</sup> *Versteegen*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 37 Rz. 22.

<sup>20</sup> *Hommelhoff/Witt*, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.) (Fn. 8), § 37 Rz. 29.

<sup>21</sup> *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, Jahresbericht 2002, Teil A, S. 175. f.



gend handelte es sich dabei um Anträge auf die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten wegen konzerninterner Umstrukturierungen nach § 36 Nr. 3 WpÜG. Darüber hinaus gab es eine Vielzahl von Befreiungsanträgen nach § 37 Abs. 1 WpÜG i. V. m. § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, die insbesondere auf § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung (Sanierung der Zielgesellschaft) sowie auf § 37 Abs. 1 Var. 4 (Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft) und Var. 5 WpÜG (keine tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle) gestützt worden waren.

### **III. Zu den Hintergründen der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main**

Einer der im Jahre 2002 gestellten Befreiungsanträge nach § 37 Abs. 1 WpÜG i. V. m. § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung betraf die *ProSiebenSat.1 Media AG*, die der U.S.-Amerikaner *Haim Saban* (die *Saban Capital Group*) aus der zusammengebrochenen *Kirch-Gruppe* übernehmen wollte; ein Vorhaben, von dem er inzwischen bekanntlich wieder Abstand genommen hat. *Saban* plante die Übernahme von 72 % der Stammaktien der *ProSiebenSat.1 Media AG*, wollte jedoch vermeiden, den anderen Stamm- und Vorzugsaktionären ein Pflichtangebot unterbreiten zu müssen. Da aber der Erwerb des Aktienpakets der *Kirch-Gruppe* unweigerlich die Angebotspflicht nach §§ 35 Abs. 2, 29 Abs. 1 WpÜG ausgelöst hätte, stellte er bereits vor dem Erwerb der Aktien einen „prophylaktischen“ Antrag auf Befreiung vom Pflichtangebot. Eine solch vorzeitige Antragstellung ist in § 8 Satz 2 WpÜG-Angebotsverordnung ausdrücklich angeraten. Der Antrag ist allerdings nur zulässig, wenn der Antragsteller plausibel darlegen kann, dass es zu einer Kontrollerlangung kommen kann. *Saban*, der ab Mitte 2002 mit der *Kirch-Gruppe* bzw. den für sie bestellten Insolvenzverwaltern über eine Übernahme der *ProSiebenSat.1*-Aktien verhandelt hatte, stützte seinen demnach zulässigen Befreiungsantrag (offenbar) darauf, dass die geplante Übernahme der *ProSiebenSat.1*-Aktien im Zusammenhang mit der Sanierung der *ProSiebenSat.1 Media AG* erfolge.

#### **1. Sanierungsbedürftigkeit der *ProSiebenSat.1 Media AG*?**

Dies musste verwundern, da die *ProSiebenSat.1 Media AG* als innerhalb der *Kirch-Gruppe* eigenständiges und profitables Unternehmen galt, das nur mittelbar von der Krise der *Kirch-*

Gruppe betroffen war. § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung schien daher kaum die geeignete Grundlage für eine Befreiung zu sein. Der (unmittelbare oder mittelbare) Erwerb von Stimmrechten im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft, d. h. zum Zwecke der Mitwirkung an ihrer Sanierung, setzt nämlich denkbare Voraussetzungen voraus, dass die Gesellschaft zum Zeitpunkt des Erwerbs der Beteiligung *sanierungsbedürftig* (ein „Sanierungsfall“) ist<sup>22</sup>. Der Begriff der „Sanierung“ wird in der WpÜG-Angebotsverordnung nicht näher definiert. Der Verordnung kann daher auch nicht entnommen werden, wann ein Unternehmen als „sanierungsbedürftig“ anzusehen ist. „Dass sich die wirtschaftlichen Ergebnisse der Zielgesellschaft gegenüber der Vergangenheit signifikant verschlechtert haben“, genügt insoweit jedenfalls nicht<sup>23</sup>. Unternehmen, die kurz- oder mittelfristig Gewinneinbrüche oder gar Verluste hinnehmen müssen, sind allein deswegen keineswegs schon *sanierungsbedürftig*. Auf einem funktionierenden „Markt für Unternehmenskontrolle“<sup>24</sup> sind sie in erster Linie attraktive Übernahmeziele. Der Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung an einem solchen Unternehmen erfolgt denn auch häufig nicht, um dessen Sanierung zu betreiben, sondern mit dem darüber hinausgehenden Ziel, mit neuen Führungskräften und einer veränderten Unternehmens- und Geschäftspolitik den Markt-/Börsenwert der übernommenen Gesellschaft zu erhöhen, um ihre Aktien dann gewinnbringend veräußern zu können. Fest steht die Sanierungsbedürftigkeit einer Gesellschaft im Falle ihrer (rechnerischen) *Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit – Insolvenz*<sup>25</sup>. Sie kann aber auch schon vor dem Eintritt von Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit sanierungsbedürftig sein; dieser Zustand lässt sich am besten als „Krise“ beschreiben. Zustimmung verdient insoweit die Überlegung, die krisenbedingte Sanierungsbedürftigkeit dann zu bejahen, wenn der Abschlussprüfer in seinem Prüfungsbericht sowie im Bestätigungsvermerk zum Jahresabschluss den *Bestand der Zielgesellschaft gefährdende Risiken*, z. B. erhebliche Verluste, den Verlust von Großkunden oder den Abzug von für das Tagesgeschäft notwendigen Bankkrediten<sup>26</sup>, feststellt (§§ 321 Abs. 1 Satz 3 Hs. 2, 322 Abs. 2

---

<sup>22</sup> Holzborn/Friedhoff (Fn. 6), BKR 2001, 114, 115; Hommelhoff/Witt, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.) (Fn. 8), § 37 Rz. 11; Versteegen, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), Anh. § 37, § 9 Rz. 14.

<sup>23</sup> A. A. Hirte, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21.5.2003, S. 18, unter der Überschrift „Beim Pflichtangebot gibt es Ausnahmen“.

<sup>24</sup> Grundlegend dazu Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 J. Pol. Econ. (1965), 110; Jensen/Ruback, The Market of Corporate Control – The Scientific Evidence, 11 J. Fin. Econ. (1983), 5 sowie aus der deutschsprachigen Literatur vor allen Adams, Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, Die AG 1989, 333; ders., Was spricht gegen eine ungehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer?, Die AG 1990, 243; kritisch Meier-Schatz, Managermacht und Marktkontrolle, in ZHR 149 (1985), 77, 93 – 102; ferner Herkenroth (Fn. 14), S. 308 – 356.

<sup>25</sup> Siehe zu beidem Hüffer, Aktiengesetz, Kommentar, 5. Aufl., 2002, § 92 Rz. 7 ff.

<sup>26</sup> Siehe Baumbach/Hopt, HGB, Kommentar, 30. Aufl., 2000, § 321 Rz. 4.

Satz 2 HGB)<sup>27</sup>. Die Richtigkeit eines entsprechenden Vermerks des Abschlussprüfers wird die *BAFin* kaum in Zweifel ziehen<sup>28</sup>. Ferner ist davon ausgehend die Sanierungsbedürftigkeit auch dann anzunehmen, wenn die beschriebenen Risiken unterjährig festgestellt werden<sup>29</sup>. Schließlich wird man zur Feststellung der Sanierungsbedürftigkeit eines Unternehmens auf die Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs zu § 3 Nr. 66 EStG a. F. (Steuerbefreiung von „Sanierungsgewinnen“, die durch den Erlass von Schulden zum Zwecke der Sanierung entstanden waren<sup>30</sup>) zurückgreifen können. Danach war für die Beurteilung der Sanierungsbedürftigkeit eines Unternehmens insbesondere auf die Ertragslage und die Höhe des Betriebsvermögens, auf die Kapitalverzinsung durch die Erträge des Unternehmens, auf die Möglichkeiten zur Bezahlung von Steuern und sonstigen Schulden, d. h. auf das Verhältnis der flüssigen Mittel zur Höhe der Schuldenlast, und auf die Gesamtleistungsfähigkeit des Unternehmens abzustellen<sup>31</sup>. Als sanierungsbedürftig galt ein Unternehmen, dessen *Fortführung unter Beachtung dieser Kriterien nach kaufmännischen Gesichtspunkten nicht mehr möglich* erschien. Nichts spricht dagegen, die Sanierungsbedürftigkeit der Zielgesellschaft im Rahmen von § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung ebenso zu bestimmen. Dass die *ProSiebenSat.1 Media AG* sanierungsbedürftig war bzw. ist, dürfte, legt man die hier dargestellten Kriterien zugrunde, kaum anzunehmen sein. Der schrumpfende Werbemarkt im Medienbereich hatte zwar auch die Geschäftsentwicklung der *ProSiebenSat.1*-Gruppe im Jahr 2002 negativ beeinflusst. Gleichwohl lässt sich dem Geschäftsbericht nichts entnehmen, was auf eine wirkliche Krise des Unternehmens hindeutet<sup>32</sup>: Der Konzernumsatz betrug 1,895 Mrd. Euro nach 2,015 Mrd. Euro im Jahr 2001 - ein Minus von (nur) sechs Prozent. Das Ergebnis vor Steuern lag bei 21 Mio. Euro. Im Vorjahr 2001 waren es noch 106 Mio. Euro. Der Konzernjahresüberschuss erreichte infolge dessen 15 Mio. Euro nach 68 Mio. Euro im Vorjahr. Dem Anlage- und Umlaufvermögen von insgesamt 1.733 Mio. Euro (im Vorjahr 2.006 Mio. Euro) standen Verbindlichkeiten i. H. v. insgesamt 1.056 Mio. Euro (Vorjahr 1.272 Mio. Euro) gegenüber.

---

<sup>27</sup> *Holzborn/Friedhoff* (Fn. 6), BKR 2001, 114, 115; *Lenz/Linke* (Fn. 5), Die AG 2002, 361, 367; *Holzborn/Blank* (Fn. 5), NZG 2002, 948, 950 f.

<sup>28</sup> Vgl. *Lenz/Linke* (Fn. 5), Die AG 2002, 361, 367.

<sup>29</sup> Zum Nachweis gegenüber der *BAFin* *Holzborn/Friedhoff* (Fn. 6), BKR 2001, 114, 115, die es für zweckmäßig halten, dass dem Befreiungsantrag die Bestätigung eines Wirtschaftsprüfers beigelegt wird.

<sup>30</sup> Siehe dazu *Kantenwein*, in: Hoffmann-Becking (Hrsg.), Münchener Handbuch, Aktiengesellschaft, 2. Aufl., 1999, S. 637 ff.

<sup>31</sup> Vgl. BFH, Urteil v. 14.03.1990 – I R 64/85, BFHE 161, 28 = BStBl II 1990, 810 und BFH, Urteil v. 19.03.1993 – III R 79/91, BFH/NV 1993, 536.

<sup>32</sup> Siehe den unter <http://www.prosiebensat1.com/> veröffentlichten Geschäftsbericht der *ProSiebenSat.1 Media AG* für 2002.

## 2. Sanierungsabsicht des präsidentiven Kontrollerwerbers; Besonderheiten der Interessenabwägung im Rahmen von § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung

Unterstellt, die *BAFin* hätte die Sanierungsbedürftigkeit der *ProSiebenSat.1 Media AG* bejaht, so hätte sie im Anschluss daran prüfen müssen, ob *Saban* beabsichtigte, an ihrer Sanierung mitzuwirken, ohne dass sie daran allzu strenge Anforderungen hätte stellen sollen<sup>33</sup>. Insoweit wäre es in erster Linie darum gegangen zu verhindern, dass sich *Saban* unter dem Deckmantel der angeblichen Sanierungsabsicht pflichtangebotsfrei einen von ihm kontrollierten deutschen „Medien-Börsenmantel“ verschafft oder die ohne Pflichtangebot erlangte Kontrollstellung dazu nutzt, der *ProSiebenSat.1 Media AG* Vermögen und „verborgene Werte“ (immaterielle Wirtschaftsgüter i. S. v. §§ 248 Abs. 2 HGB, 5 Abs. 2 EStG [„goodwill“]) zu entziehen. Seine Bereitschaft, an der Sanierung der Zielgesellschaft mitzuwirken, hätte *Saban* insbesondere durch die Zusage neuen Fremd- oder Eigenkapitals (Liquidität), die Stellung von Sicherheiten oder die Übernahme von Verbindlichkeiten der *ProSiebenSat.1 Media AG* nachweisen können<sup>34</sup>.

Wäre ihm dies gelungen, so hätte die *BAFin* in die von § 37 Abs. 1 WpÜG geforderte Interessenabwägung eintreten müssen. Nach dem Wortlaut von § 37 Abs. 1 WpÜG hätte sie sich bei der Entscheidungsfindung darauf beschränken müssen, die von *Saban* vorgetragene besonderen Interessen am Erlass der Befreiungsverfügung mit dem Interesse der Aktionäre der *ProSiebenSat.1 Media AG* an der Unterbreitung eines Pflichtangebots abzuwägen<sup>35</sup>.

Generell gilt nämlich, dass das Interesse der Arbeitnehmer der Zielgesellschaft sowie die Interessen der von der Insolvenz oder Krise der Zielgesellschaft betroffenen Gläubiger, Lieferanten oder Kommunen an ihrer Sanierung bei der Interessenabwägung nach § 37 Abs. 1 WpÜG außer Betracht bleiben müssen<sup>36</sup>. Ebenso wenig zu berücksichtigen ist das Interesse von Wettbewerbern der Zielgesellschaft (im vorliegenden Fall etwa das Interesse anderer Privatsender) an ihrem Ausscheiden aus dem Markt („Marktbereinigung“). Hat die Hauptversammlung der Aktionäre der Zielgesellschaft vor dem Kontrollerwerb/-wechsel durch Beschluss

---

<sup>33</sup> Siehe dazu *Versteegen*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), Anh. § 37, § 9 Rz. 14; für strengere Anforderungen wohl *Holzborn/Friedhoff* (Fn. 6), BKR 2001, 114, 115 f.; *Lenz/Linke* (Fn. 5), Die AG 2002, 361, 367; *Holzborn/Blank* (Fn. 5), NZG 2002, 948, 950 f.

<sup>34</sup> Siehe *Holzborn/Friedhoff* (Fn. 6), BKR 2001, 114, 116; *Lenz/Linke* (Fn. 5), Die AG 2002, 361, 367.

<sup>35</sup> Vgl. *Versteegen*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 37 Rz. 20 (weniger deutlich dagegen Rz. 3).

<sup>36</sup> *A. A. Holzborn/Friedhoff* (Fn. 6), BKR 2001, 114, 116; *Holzborn/Blank* (Fn. 5), NZG 2002, 948, 954; *Meyer*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.) (Fn. 7), § 37 Rz. 28.

entweder dem Sanierungskonzept des Erwerbers der Kontrolle (z. B. nach § 119 Abs. 2 AktG oder „Holzmüller“<sup>37</sup>) oder den von ihm vorausgesetzten oder damit verbundenen Kapitalmaßnahmen (z. B. einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss, um allein dem Antragsteller die Zeichnung der jungen Aktien zu ermöglichen<sup>38</sup>) zugestimmt, so liegt darin zugleich eine Zustimmung der Aktionäre zur pflichtangebotsfreien Kontrollerlangung durch den Erwerber der Kontrolle<sup>39</sup>. Ist das der Fall, so kann die *BAFin* auf der Grundlage dieses Votums der Hauptversammlung der Zielgesellschaft die beantragte Befreiungsverfügung erlassen. Dem Interesse des Kontrollerwerbers daran, kein Pflichtangebot abgeben zu müssen, stehen dann keine von der *BAFin* noch gesondert zu berücksichtigenden Interessen der Aktionäre mehr gegenüber. Denn der von den §§ 35 ff. WpÜG vermittelte Schutz derjenigen Aktionäre, die gegen den Beschluss gestimmt haben, die also vom künftigen Mehrheitsaktionär ein Pflichtangebot unterbreitet haben wollen, wird insoweit von ihrer gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht, die sie zwingt, sich den beschlossenen Maßnahmen nicht zu widersetzen<sup>40</sup> und mithin nicht auf einem Pflichtangebot zu beharren, überlagert.

Fehlt es, wie im hier betrachteten Fall, an einem solchen Votum der Aktionäre, so wird man ein wenig ratlos, wenn sich die Frage stellt, worin das besondere Interesse des Erwerbers der Kontrolle am Erlass der Befreiungsverfügung bestehen soll. Die Bereitschaft, an der Sanierung der Zielgesellschaft mitzuwirken, scheint für sich allein eigentlich kein besonderes Interesse am Erlass einer Befreiungsverfügung zu begründen. Denn anders als in allen anderen Fällen der §§ 37 Abs. 1 WpÜG, 9 WpÜG-Angebotsverordnung, in denen eine Befreiung von der Angebotspflicht möglich ist, stellt sich die Kontrollerlangung weder als Zufall noch als unvermeidbare Nebenfolge des Erwerbs von Aktien der Zielgesellschaft oder des Erwerbs bzw. der Begründung von Rechten, die einen Zurechnungstatbestand im Hinblick auf die Zielgesellschaft begründen, dar. Letztlich geht es dem Erwerber der Kontrolle nur darum, von den finanziellen Belastungen des Pflichtangebots entlastet zu werden. Es gibt aber keinen Grund dafür, den Antragsteller zu entlasten, wo er doch regelmäßig vor allem eigennützige Interessen verfolgt. Denn auch wer sich an der Sanierung eines insolventen oder in die Krise geratenen Unternehmens beteiligt, hat dafür im Regelfall höchst eigennützige Motive. Damit unterscheidet er sich in keiner Weise von demjenigen, der sich an einer „gesunden“ Zielge-

---

<sup>37</sup> BGH, Urt. v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 („Holzmüller“).

<sup>38</sup> Dazu BGH, Urt. 19.4.1982 – II ZR 55/81, BGHZ 83, 319 und LG Heidelberg, Urt. v. 16.3.1988 – O 6/88 KfH II, ZIP 1988, 1257.

<sup>39</sup> Vgl. *Baums*, in: von Rosen/Seifert (Fn. 3), 165, 172 Fn. 27.

<sup>40</sup> Siehe dazu BGH, Urt. v. 20.3.1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 („Girmes“) und *Karsten Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., 2002, S. 134 f.

sellschaft beteiligt und deshalb ein Pflichtangebot abgeben muss, wenn er die Kontrollschwelle der §§ 35 Abs. 1, 29 Abs. 2 WpÜG erreicht oder überschreitet. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass der Verordnungsgeber aus nachvollziehbaren wirtschaftspolitischen Gründen die Bereitschaft, an der Sanierung in die Krise geratener oder insolventer Unternehmen mitzuwirken, gleichwohl honoriert sehen wollte<sup>41</sup>. § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung ist daher nicht nur ein Befreiungstatbestand. Mit der Aufnahme der Regelung in die WpÜG-Angebotsverordnung hat der Verordnungsgeber vielmehr zum Ausdruck gebracht, dass er diese Bereitschaft zur Mitwirkung an der Sanierung als ein besonderes Interesse am Erlass einer Befreiungsverfügung verstanden sehen möchte. Im Rahmen der Interessenabwägung wird die *BAFin* nach Berichten aus ihrem Umfeld insbesondere die finanziellen Mittel, die der Kontrollerwerber zum Zwecke der Sanierung der Zielgesellschaft einsetzen will, ins Verhältnis zu den Kosten des Pflichtangebots setzen. Sie will dadurch verhindern, dass durch einen Befreiungsantrag kostengünstig die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt werden kann<sup>42</sup>. Weitere Kriterien, die im Rahmen der Interessenabwägung eine Rolle spielen können, sind z. B. die Leistungsfähigkeit des Erwerbers der Kontrolle (Muss er schon für die Sanierung Fremdkapital aufnehmen? Welche Risiken geht er ein?) und sein originäres wirtschaftliches Interesse an der Zielgesellschaft. Zurückhalten sollte sich die *BAFin* demgegenüber mit allgemeinen Erwägungen darüber, ob den Aktionären der Zielgesellschaft mehr mit einem Pflichtangebot oder mit dem „Einstieg“ des Kontrollerwerbers gedient ist<sup>43</sup>. Statt dessen sollte sie, der in § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung zum Ausdruck kommenden wirtschaftspolitischen Grundlinie des Verordnungsgebers folgend, danach fragen, ob die Angebotspflicht tatsächlich auf jeden potentiellen „Retter“ abschreckend wirken muss und deshalb dem Unternehmen die Insolvenz bzw., soweit es schon insolvent ist, die Vollabwicklung droht.

### 3. Gang des Verfahrens

(Schon) Zweifel an der Sanierungsbedürftigkeit der *ProSiebenSat.1 Media AG* hatte jedenfalls offenbar auch eine U.S.-amerikanische Investorengruppe, die knapp über 8 % der Vorzugsak-

---

<sup>41</sup> Nach der Verordnungsbegründung – siehe RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 81 – soll § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung die Bereitschaft von Aktionären und Dritten fördern, sich durch den Ausbau oder den Erwerb der Mitgliedschaft und/oder durch die Bereitstellung neuen Eigenkapitals an der Sanierung von Aktiengesellschaften, die sich in einer Krise befinden, zu beteiligen.

<sup>42</sup> *Lenz/Linke* (Fn. 5), Die AG 2002, 361, 367. Ebenso schon *Holzborn/Friedhoff* (Fn. 6), BKR 2001, 114, 116.

<sup>43</sup> *A. A. Hirte* (Fn. 23), Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21.5.2003, S. 18, der dies für die maßgebliche Erwägung hält.

tien der *ProSiebenSat.1 Media AG* hielt und an dem Befreiungsverfahren vor der *BAFin* beteiligt werden wollte. Erreichen wollte sie, dass der von *Saban* gestellte Befreiungsantrag zurückgewiesen wird, so dass dieser – hätte er die Aktien der *ProSiebenSat.1 Media AG* übernommen – ein Pflichtangebot hätte abgeben müssen. Die *BAFin* wies ihren Antrag auf Beteiligung am Befreiungsverfahren zurück; ein bei ihr eingelegter Widerspruch hatte keinen Erfolg. Die Antragstellerin beantragte daraufhin beim Oberlandesgericht Frankfurt am Main den Erlass einer einstweiligen Anordnung. Darin sollte die *BAFin* verpflichtet werden, sie zu dem Befreiungsverfahren als Beteiligte hinzuzuziehen.

#### **IV. Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft auf Teilhabe an dem Befreiungsverfahren?**

##### **1. Durchsetzbarkeit im einstweiligen Rechtsschutz (Zulässigkeit des Antrags auf Erlass einer einstweiligen Anordnung)**

Das Oberlandesgericht wies den Antrag der Investorengruppe zurück. Zu Recht setzte es sich zunächst damit auseinander, ob ein solcher Antrag überhaupt zulässig ist. Zwar ist gegen Verfügungen der *BAFin* nach erfolglosem Widerspruchsverfahren die Beschwerde statthaft (§§ 48 Abs. 1, 41 WpÜG), über die ausschließlich das Oberlandesgericht Frankfurt am Main entscheidet (§ 48 Abs. 4 WpÜG). Hier scheinen aber gleich zwei Gründe gegen die Zulässigkeit des Antrags zu sprechen: Das WpÜG enthält zunächst einmal keine besonderen Vorschriften zur Beteiligung am Befreiungsverfahren nach § 37 Abs. 1 WpÜG. Wer Beteiligter am Befreiungsverfahren vor der *BAFin* ist, bestimmt sich deshalb nach § 13 Abs. 1 und Abs. 2 VwVfG. Nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG können Dritte auf Antrag zu einem Verwaltungsverfahren als Beteiligte hinzugezogen werden, sofern ihre rechtlichen Interessen durch den Ausgang des Verfahrens berührt werden können. Sie sind nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG auf ihren Antrag zu dem Verwaltungsverfahren als Beteiligte hinzuzuziehen, wenn der Ausgang des Verfahrens rechtsgestaltende Wirkung für sie hat. Jedoch kann der Dritte die Ablehnung der Hinzuziehung nicht zum Gegenstand eines selbständigen Klageverfahrens machen (§ 44a VwGO). Er muss vielmehr erst die Gesamtentscheidung abwarten. Doch ist insoweit anerkannt, dass eine einstweilige Anordnung der Hinzuziehung durch die Verwaltungsbehörde im Verfahren des einstweiligen Rechtsschutzes möglich ist, wenn dem Antragsteller andernfalls irreparable Schäden entstehen können<sup>44</sup>. Damit ist aber der Antrag auf Erlass einer einstei-

---

<sup>44</sup> Siehe *Bonk/Schmitz*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.), *Verwaltungsverfahrensgesetz, Kommentar*, 6. Aufl., 2001, § 13 Rz. 37a.

gen Anordnung in der hier in Rede stehenden Konstellation keineswegs schon zulässig. Ein Verfahren des einstweiligen Rechtsschutzes ist nämlich im WpÜG weder im Abschnitt über das Verwaltungsverfahren (§§ 40 ff.) noch im Abschnitt über die Rechtsmittel gegen Entscheidungen der *BAFin* (§§ 48 ff.) vorgesehen. Insbesondere § 58 WpÜG, der für das „*Verfahren vor dem Beschwerdegericht*“ auf verschiedene Abschnitte der Zivilprozessordnung (ZPO) verweist, trifft hierzu keine Regelung. Dass der Gesetzgeber den einstweiligen Rechtsschutz im Anwendungsbereich des WpÜG ausgeschlossen sehen wollte, ist allerdings durch die Gesetzesbegründung nicht belegt. In der Literatur wird deshalb überwiegend eine zumindest analoge Anwendung von § 123 VwGO für möglich gehalten<sup>45</sup>.

Das Oberlandesgericht behandelt die Frage, ob einstweiliger Rechtsschutz im Befreiungsverfahren vor der *BAFin* möglich ist, nur sehr kurz, wohl auch deshalb, weil es meint, der Antrag der Investorengruppe sei jedenfalls unbegründet. § 44 a VwGO hat es nicht gesehen. Es setzte sich deshalb sogleich mit der Frage auseinander, ob im Zusammenhang mit einem Verwaltungsverfahren nach dem WpÜG einstweiliger Rechtsschutz möglich ist. Insoweit weist es darauf hin, dass auch dann, wenn eine Verfahrensordnung keine Eilmaßnahme vorsieht, eine solche zuzulassen ist, wenn ein dringendes Bedürfnis für ein unverzügliches Einschreiten besteht, welches ein Abwarten bis zur endgültigen Entscheidung nicht gestattet, weil diese zu spät kommen und die Interessen des Antragstellers nicht mehr genügend wahren würde, und weil eine Endentscheidung im Sinne der einstweiligen Entscheidung wahrscheinlich ist. Damit liegt es ganz auf der Linie des Bundesverfassungsgerichts, das aus Art 19 Abs. 4 GG schließt, dass jedenfalls dann die Gewährung vorläufigen gerichtlichen Rechtsschutzes erforderlich ist, wenn ohne einen solchen Rechtsschutz schwere und unzumutbare, anders nicht abwendbare Nachteile entstünden, zu deren nachträglicher Beseitigung die Entscheidung in der Hauptsache nicht mehr in der Lage wäre<sup>46</sup>. Tatsächlich sind hier aber erhebliche Zweifel daran angebracht, ob der Antragstellerin unabwendbare Nachteile dadurch drohten, dass die *BAFin* sie nicht am Verfahren beteiligte: Nach zutreffender Auffassung können nämlich die Aktionäre der Zielgesellschaft gegen eine dem Erwerber der Kontrolle rechtswidrig gewährte

---

<sup>45</sup> Siehe von Bülow, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 36 Rz. 56 a. E. sowie Pohlmann, a. a. O., § 50 Rz. 22. Nur den Gedanken des § 123 VwGO anwenden wollen Schüppen/Schweizer, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Fn. 8), § 50 Rz. 30. Für die unmittelbare Anwendung von § 123 VwGO im Hinblick auf § 36 WpÜG Steinmeyer/Häger, WpÜG, Kommentar, 2002, § 36 Rz. 4 a. E. – A. A., d. h. gegen jegliche Anwendbarkeit von § 123 VwGO, Aha, Rechtsschutz der Zielgesellschaft bei mangelhaften Übernahmeangeboten, Die AG 2002, 160, 167; Schnorbus, Drittklagen im Übernahmerecht, ZHR 166 (2002), 72, 93 einschl. Fn. 88, und ders., Rechtsschutz im Übernahmeverfahren, WM 2003, 657, 662, der statt dessen auf §§ 64 Abs. 3, 60 GWB zurückgreifen will.

<sup>46</sup> Vgl. BVerfG, Urt. v. 19.10.1977 – 2 BvR 42/76, BVerfGE 46, 166.



Befreiung von der Angebotspflicht Widerspruch<sup>47</sup> und Beschwerde<sup>48</sup> einlegen. Ihre entsprechend § 42 Abs. 2 VwGO erforderliche Widerspruchsbefugnis bzw. Beschwerdebefugnis folgt daraus, dass sie durch eine rechtswidrig erlassene Befreiungsverfügung in ihren Rechten verletzt werden. Durch den Erlass eines Verwaltungsakts kann ein Nichtadressat in seinen Rechten verletzt werden, wenn der Verwaltungsakt unter Verletzung von Rechtsvorschriften erlassen wurde, die zumindest auch seinem Schutz zu dienen bestimmt sind<sup>49</sup>. Die rechtswidrige Befreiung von der Angebotspflicht verletzt sowohl § 37 Abs. 1 WpÜG, weil die Voraussetzungen nicht vorliegen, als auch § 35 Abs. 2 WpÜG, weil kein Pflichtangebot trotz Kontrollerlangung abzugeben ist. Aus Sicht der Aktionäre ist Letzteres entscheidend. Die in § 35 Abs. 2 WpÜG statuierte Pflicht des Erwerbers der Kontrolle, den Aktionären der Zielgesellschaft ein (Pflicht-)Angebot zum Erwerb ihrer Aktien zu unterbreiten, dient – worauf sogleich im Einzelnen eingegangen werden soll<sup>50</sup> – ausweislich der Gesetzesbegründung dem Schutz jedes einzelnen Aktionärs. Der Erlass einer rechtswidrigen Befreiungsverfügung verletzt sie deshalb in ihren Rechten. Da mithin die Antragstellerin durch die abweisende Entscheidung der *BAFin* keineswegs besorgen musste, dass *Saban* von der Angebotspflicht befreit werden würde und sie dagegen keine Rechtsbehelfe mehr würde einlegen können, hätte das Oberlandesgericht ihren Antrag auf Erlass einer einstweiligen Anordnung schon deswegen zurückweisen können. Freilich teilt das Oberlandesgericht die hier vertretene Auffassung zum Individualschutz der Minderheitsaktionäre durch § 35 Abs. 2 WpÜG – wie noch zu berichten sein wird – nicht, so dass es konsequent in die Prüfung der Begründetheit des Antrags eingetreten ist.

## 2. Grundlagen der Hinzuziehung zum Befreiungsverfahren (Begründetheit des Antrags)

---

<sup>47</sup> Im Ergebnis ebenso *Versteegen*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 37 Rz. 77; *Pohlmann*, a. a. O., § 48 Rz. 78 Fn. 131; *Cahn*, *Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener*, ZHR 167 (2003), 262, 293 ff.; *Ihrig*, *Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht*, ZHR 167 (2003), 315, 344. – **A. A.** *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 37 Rz. 51 sowie – aus generellen Bedenken, die auf § 4 Abs. 2 beruhen und ohne § 37 ausdrücklich zu erwähnen, gegen eine Widerspruchsbefugnis der Aktionäre der Zielgesellschaft im Hinblick auf Verfügungen der *BAFin* – *Süßmann*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.) (Fn. 7), § 41 Rz. 8; *Schüppen/Schweizer*, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.) (Fn. 8), § 41 Rz. 13; *Schnorbus* (Fn. 45), WM 2003, 657, 660; *Giesberts*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.) (Fn. 7), *Kölner Kommentar*, § 4 Rz. 80 und § 41 Rz. 30 f.

<sup>48</sup> Ebenso *Versteegen*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 37 Rz. 77; *Pohlmann*, a. a. O., § 48 Rz. 78; *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 293 ff.; *Ihrig* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 344. – **A. A.** *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 37 Rz. 51; *Zehetmeier-Müller/Grimmer*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.) (Fn. 7), § 48 Rz. 18 f.; *A. Möller*, *Das Verwaltungs- und Beschwerdeverfahren nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz unter besonderer Berücksichtigung der Rechtsstellung Dritter*, ZHR 167 (2003), 301, 307.

<sup>49</sup> Siehe *von Oertzen*, in: *Redeker/von Oertzen*, *Verwaltungsgerichtsordnung*, 13. Aufl. 2000, § 42 Rz. 16 und 102 ff.; ausführlich ferner *Schnorbus* (Fn. 45), ZHR 166 (2002), 72, 80 – 82.

<sup>50</sup> Siehe unten, Text zu Fn. 63 bis 72.

Das WpÜG enthält nach dem oben schon Gesagten keine besonderen Vorschriften zur Beteiligung am Befreiungsverfahren nach § 37 Abs. 1 WpÜG. Das Oberlandesgericht prüfte deshalb zutreffend die Begründetheit des Antrags der Antragstellerin anhand von § 13 VwVfG<sup>51</sup>. Am Verwaltungsverfahren vor der *BAFin* beteiligt ist nach § 13 Abs. 1 Nr. 1 VwVfG grundsätzlich der Antragsteller. Die *BAFin* als zuständige Behörde ist nicht „Beteiligte“<sup>52</sup>.

#### **a) Kein Anspruch auf (notwendige) Hinzuziehung aus § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG**

Nach § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG hat die Behörde, d. h. hier die *BAFin*, einen Dritten auf Antrag zum Verwaltungsverfahren hinzuzuziehen, wenn der Ausgang des Verfahrens rechtsgestaltende Wirkung für den Dritten hat. Das Oberlandesgericht meint, die Entscheidung der *BAFin* nach § 37 Abs. 1 WpÜG habe keine rechtsgestaltende Wirkung, da die Antragstellerin ja auch dann Aktionärin der *ProSiebenSat.1 Media AG* bleibe, wenn die *BAFin* dem Befreiungsantrag stattgeben sollte. Dass die Antragstellerin etwas Gegenteiliges behauptet hat, dürfte kaum anzunehmen sein. Tatsächlich dürfte sie vorgetragen haben, dass die rechtsgestaltende Wirkung der Befreiungsverfügung für sie darin liegt, dass ihr und allen anderen Aktionären der *ProSiebenSat.1 Media AG* kein Pflichtangebot mehr unterbreitet werden muss. Gleichwohl ist dem Oberlandesgericht im Ergebnis zuzustimmen. Die Befreiung des Erwerbers der Kontrolle von der Angebotspflicht hat in der Tat keine rechtsgestaltende Wirkung für die Aktionäre der Zielgesellschaft. Eine solche Wirkung für Dritte haben nur Verwaltungsakte, die *unmittelbar* Rechte des Dritten begründen, aufheben oder ändern<sup>53</sup>. Das WpÜG begründet aber nirgendwo einen Anspruch, also ein Recht (§ 194 BGB), auf Unterbreitung eines (Pflicht-)Angebots nach Erreichen oder Überschreiten der Kontrollschwelle, der infolge der Befreiungsentscheidung erlischt. Die *mittelbaren* Rechtsfolgen der Befreiung – Entfallen der Tatbestandsvoraussetzungen (des § 35 Abs. 2 WpÜG), unter denen Aktionäre aus der Zielgesellschaft ausscheiden können, und unter denen sie Sanktionsansprüche, also den Zinsanspruch nach § 38 WpÜG und das Ruhen der Mitgliedschaftsrechte des Kontrollerwerbers

---

<sup>51</sup> Zur Bedeutung der Stellung als „Beteiligter“ an einem Verwaltungsverfahren *Bonk/Schmitz*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 13 Rz. 1.

<sup>52</sup> *Bonk/Schmitz*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 13 Rz. 6.

<sup>53</sup> *Bonk/Schmitz*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 13 Rz. 38 und *Kopp/Ramsauer*, Verwaltungsverfahrensgesetz, 7. Aufl., 2000, § 13 Rz. 40.

nach § 59 WpÜG geltend machen können – reichen für die Annahme einer rechtsgestaltenden Wirkung nicht aus<sup>54</sup>.

### **b) Kein Anspruch auf (einfache) Hinzuziehung nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG wegen Ermessenreduzierung auf „Null“**

Im Anschluss an seine Ausführungen zu § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG prüft das Oberlandesgericht, ob durch die Entscheidung der *BAFin* in dem Befreiungsverfahren in ein subjektives Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft eingegriffen werden könnte und die Aktionäre deshalb am Verfahren beteiligen werden müssen. Nicht ganz klar ist, mit welcher Tatbestandsvariante des § 13 Abs. 2 VwVfG es sich insoweit auseinandersetzt, nachdem es ja – zu Recht – eine Pflicht zur Hinzuziehung nach § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG verneint hat. Möglicherweise prüft es hier eine Pflicht der *BAFin* zur Hinzuziehung der Aktionäre der *ProSiebenSat.1 Media AG* nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG wegen Ermessenreduzierung auf „Null“. In der verwaltungsrechtlichen Literatur wird im Hinblick auf die Kann-Vorschrift in § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG in der Tat vertreten, dass eine Pflicht der Behörde zur Hinzuziehung Dritter (auch ohne Antrag) jedenfalls dann besteht, wenn die Grundrechte der Dritten in der Sache berührt sind<sup>55</sup>. Abgesehen davon, dass die Hinzuziehung aller außenstehenden Aktionäre zum Befreiungsverfahren, die danach erfolgen müsste, praktisch kaum möglich sein dürfte, gibt es dafür keinen Grund, da die Befreiung jedenfalls keinen grundrechtsrelevanten Eingriff zu Lasten der Aktionäre bewirkt<sup>56</sup>. Der Bestand des von Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG geschützten Eigentums der Aktionäre der Zielgesellschaft an ihren Aktien wird durch Kontrollerlangung und die nachfolgende Befreiung des Kontrollerwerbers von der Angebotspflicht nicht berührt. § 35 Abs. 2 WpÜG ist auch keine Inhaltsbestimmung des Eigentums an den Aktien der Zielgesellschaft i. S. v. Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG<sup>57</sup>. Die Norm begründet gerade keine besonderen Ei-

---

<sup>54</sup> A. A. Cahn (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 298 f., 297; Ihrig (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 343 f. und Zschocke/Rahlfs (Fn. 1), DB 2003, 1375, 1376 (li. Sp. oben), die das Recht der Aktionäre auf Verfahrensbeteiligung deshalb aus § 13 Abs. 2 Satz 2 VwVfG herleiten.

<sup>55</sup> Vgl. Kopp/Ramsauer (Fn. 53), VwVfG, § 13 Rz. 47 einschl. Fn. 14 m. w. N.

<sup>56</sup> A. A. Ihrig (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 343 f. und Zschocke/Rahlfs (Fn. 1), DB 2003, 1375, 1376 (li. Sp. unten). – Ihrig, a. a. O., S. 344 Fn. 119, lehnt eine Hinzuziehung aller Aktionäre nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG wegen Ermessenreduzierung auf „Null“ gleichwohl ab. Seine Ablehnung gründet er auf rein praktische Erwägungen: Die *BAFin* könne es nicht leisten, alle Aktionäre von Amts wegen hinzuziehen, da eine Vielzahl von Aktionären betroffen sei, die nur schwierig zu ermitteln seien. Das ist zweifellos richtig, kann aber das Ergebnis, wenn man Ihrig in bezug auf Art. 14 GG folgt, nicht tragen.

<sup>57</sup> A. A. Ihrig (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 343 f.

gentümerbefugnisse der Aktionäre der Zielgesellschaft<sup>58</sup>. Durch die Befreiung seitens der *BAFin* werden schließlich weder die in der Aktie verkörperten vermögensrechtlichen Ansprüche der (anderen) Aktionäre der Zielgesellschaft beeinträchtigt noch wird die Verkehrsfähigkeit ihrer – zunächst weiterhin börsennotierten (!) – Aktien *beeinträchtigt*<sup>59, 60</sup>. Die Kontrollerlangung und die ihr nachfolgende Befreiung des Erwerbers der Kontrolle von der Angebotspflicht können sich zweifellos auf beides *auswirken*. So werden Aktien von Gesellschaften, in denen ein Aktionär die Kontrolle erlangt hat, in der Tat am Kapitalmarkt in aller Regel mit Abschlügen bewertet. Doch sind diese Auswirkungen der Kontrollerlangung und des Erlasses der Befreiungsverfügung mit den wesentlich weiter gehenden Beeinträchtigungen, die der Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrages, eine Eingliederung oder ein *Delisting* für die davon betroffenen Minderheitsaktionäre zur Folge haben, nicht zu vergleichen. Es ist auch vor Inkrafttreten des WpÜG nie ernsthaft vertreten worden, die Folgen eines Kontrollerwerbs/-wechsels seien so gravierend, dass der Erwerber der Kontrolle aus Art. 14 GG verpflichtet ist, allen anderen Aktionären ein Pflichtangebot zu unterbreiten<sup>61</sup>. Ebenso wenig hielt man ein Einschreiten des Gesetzgebers geboten. Im Gegenteil, die Verfassungsmäßigkeit der Angebotspflicht stieß sogar auf erhebliche Zweifel<sup>62</sup>. Um so mehr überrascht es, dass nunmehr vertreten wird, die Befreiung von der Angebotspflicht bewirke einen Eingriff in das Eigentumsgrundrecht der Aktionäre.

### **c) (Nur) Anspruch der Aktionäre auf ermessensfehlerfreie Entscheidung über den Antrag auf (einfache) Hinzuziehung nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG**

Tatsächlich hätte das Oberlandesgericht die Frage, ob durch die Entscheidung der *BAFin* in dem Befreiungsverfahren in ein subjektives Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft eingegriffen werden könnte und die Aktionäre deshalb am Verfahren zu beteiligen sein könnten, im

---

<sup>58</sup> Zu Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG *Papier*, in: Maunz/Dürig/Herzog, GG, Kommentar, Stand: 41. Lieferung, 2002; Art. 14 Rz. 307.

<sup>59</sup> Zum Schutz von beidem durch Art. 14 GG siehe BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94 („*DAT/Altana*“), BVerfGE 100, 289 = ZIP 1999, 1436 sowie BGH, Urteil vom 25.11.2002 – II ZR 133/01 („*Makrotron*“); ZIP 2003, 387 mit Anm. *Streit*, ZIP 2003, 392 = WM 2003, 533 = NJW 2003, 1032 = ZBB 2003, 202 mit Bespr. von *Klöhn*, ZBB 2003, 208.

<sup>60</sup> A. A. *Zschocke/Rahlfs* (Fn. 1), DB 2003, 1375, 1376.

<sup>61</sup> Eingehend zu den hinter der Pflichtangebotsregelung stehenden Gründen *Hommelhoff/Witt*, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.) (Fn. 8), Vor § 35 Rn. 29 – 34 m. w. N.

<sup>62</sup> *Loritz/Wagner*, Das „Zwangsübernahmeangebot“ der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 1991, 709; *Thoma* (Fn. 17), ZIP 1996, 1725, 1731 ff.; *Kallmeyer*, Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZHR 161 (1997), 435, 436; vgl. auch *Stumpf*, Grundrechtsschutz im Aktienrecht, NJW 2003, 9, 12.

Rahmen von § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG erörtern müssen, den es am Schluss der Entscheidung jedoch nur noch am Rande erwähnt. Danach kann die Behörde auf Antrag diejenigen, deren rechtliche Interessen durch den Ausgang des Verfahrens berührt werden können, als Beteiligte hinzuziehen. Hält man § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG für einschlägig, dann hätte die Antragstellerin einen *Anspruch auf ermessensfehlerfreie Entscheidung* über ihren Antrag gehabt. Meines Erachtens ist das der Fall.

aa) Nach dem Wortlaut von § 37 Abs. 1 hat die *BAFin* die Entscheidung über die Befreiung „unter Berücksichtigung ... der Interessen der Inhaber der Zielgesellschaft“ zu treffen. Allein aufgrund dieser Formulierung erscheint es schon nahliegend, entgegen der Auffassung des Oberlandesgerichts davon auszugehen, dass die *BAFin* nach pflichtgemäßen Ermessen darüber entscheiden muss, ob sie es den Aktionären der Zielgesellschaft ermöglicht, ihre Interessen im Rahmen des Befreiungsverfahrens zu artikulieren<sup>63</sup>. Der Beteiligung der Aktionäre am Verwaltungsverfahren nach § 37 Abs. 1 WpÜG steht jedenfalls nicht entgegen, dass der Gesetzgeber sie offenbar nicht beabsichtigte, denn weder der Antragsteller noch die *BAFin* sind verpflichtet, die Tatsache, dass ein Befreiungsantrag gestellt wurde, zu veröffentlichen. Entscheidend ist vielmehr, dass das WpÜG eine Verfahrensbeteiligung der Aktionäre der Zielgesellschaft nicht ausschließt. § 4 Abs. 2 WpÜG trifft hierzu keine Regelung; er regelt ausschließlich den Zweck der behördlichen Aufsichtstätigkeit, nicht dagegen die Schutzrichtung des materiellen Rechts<sup>64</sup>, und schon gar nicht die darauf aufbauenden Verfahrensrechte des gegebenenfalls durch einzelne Regelungen des WpÜG (mit-)geschützten Personenkreises. Der Gesetzgeber wollte eine Verfahrensbeteiligung der Aktionäre der Zielgesellschaft auch nicht ausschließen<sup>65</sup>, er ging vielmehr – irrig – davon aus, sie komme nicht in Betracht, und meinte davon ausgehend, die im Gesetzentwurf der Bundesregierung daran anknüpfenden Regelungen (§§ 42, 53 Nr. 3 RegE WpÜG<sup>66</sup>) streichen zu können<sup>67</sup>. Ein gegen die Verfah-

---

<sup>63</sup> *Zschocke/Rahlfs* (Fn. 1), DB 2003, 1375, 1375 f.

<sup>64</sup> Zutreffend *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 284 ff. – Ähnlich *Aha* (Fn. 45), Die AG 2002, 160, 161; *Schnorbus* (Fn. 45), ZHR 166 (2002), 72, 82 – 86; *Zschocke/Rahlfs* (Fn. 1), DB 2003, 1375, 1376. – Nach **A. A.** regelt § 4 Abs. 2 die Schutzrichtung der Vorschriften des WpÜG: Sie sollen allesamt *keinen* drittschützenden Charakter zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft haben. Siehe *Stögmüller*, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.) (Fn. 8), § 4 Rz. 44; *Süßmann*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.) (Fn. 7), § 41 Rz. 8; *Schüppen/Schweizer*, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.) (Fn. 8), § 41 Rz. 13 sowie *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 4 Rz. 17, § 41 Rz. 15 ff. und Vor § 41 Rz. 4 ff.; *Giesberts*, in: Hirte/von Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar (Fn. 7), § 4 Rz. 50 ff.; *Pohlmann*, a. a. O., § 48 Rz. 63 ff.; *A. Möller*, ZHR 167 (2003), 301, 304 ff.; *Ihrig* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 319 f.

<sup>65</sup> **A. A.** *Schnorbus* (Fn. 45), WM 2003, 616, 620 ff. sowie auch OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.5.2003 – WpÜG 01/03.

<sup>66</sup> RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034.

rensbeitragung der Aktionäre der Zielgesellschaft gerichteter „Gesetzesbefehl“<sup>68</sup> lässt sich daraus nicht konstruieren<sup>69</sup>. Die Rechtsstellung der Aktionäre der Zielgesellschaft im Hinblick auf das Befreiungsverfahren bestimmt sich deshalb nach § 13 Abs. 2 VwVfG. Danach können sie zu dem Befreiungsverfahren von Amts wegen oder auf Antrag hinzugezogen werden, wenn ihre *rechtlichen Interessen* durch den Ausgang des Verfahrens berührt werden können. Zu den „rechtlichen Interessen“ in diesem Sinne zählen alle Individualinteressen, die durch Rechtsnormen des öffentlichen oder privaten Rechts (mit-)geschützt werden<sup>70</sup>. Eine Beteiligung an dem Verfahren nach § 37 Abs. 1 WpÜG werden vor allem diejenigen Aktionäre der Zielgesellschaft anstreben, die ein Pflichtangebot nach § 35 Abs. 2 WpÜG unterbreitet haben möchten, und die deshalb gegen eine Befreiung des Antragstellers insbesondere von der Angebotspflicht sind. Das Interesse dieser Aktionäre an einem Pflichtangebot gehört ausweislich der Gesetzesbegründung zu den von § 35 Abs. 2 WpÜG geschützten Interessen. Die Gesetzesbegründung spricht insoweit ausdrücklich von einem „*besonderem Schutzbedürfnis des Minderheitsaktionärs, der sich nach einem Kontrollwechsel einem neuen kontrollierenden Aktionär gegenüber sieht und dem deshalb der Austritt aus der Gesellschaft ermöglicht wird.*“<sup>71</sup> Mit ihrer Bezugnahme auf den „*Minderheitsaktionär*“ macht die Gesetzesbegründung überdies deutlich, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht, wie das Oberlandesgericht meint, lediglich in ihrer Gesamtheit geschützt werden sollten, sondern der Schutz jedes *einzelnen* (Minderheits-)Aktionärs beabsichtigt war<sup>72</sup>. Dass das von § 35 Abs. 2 WpÜG geschützte Individualinteresse jedes Aktionärs an der Unterbreitung eines Pflichtangebots durch den Ausgang des Befreiungsverfahrens berührt werden kann, liegt auf der Hand: Erteilt die *BAFin* die Befreiung, verlieren die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit, die Gesellschaft gegen eine angemessene Gegenleistung zu verlassen<sup>73</sup>. Soweit das Oberlandesgericht der Auffassung ist, einzelne Aktionäre seien am Verfahren vor der *BAFin* auch deshalb nicht zu betei-

---

<sup>67</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/7477, S. 53.

<sup>68</sup> So *Schnorbus* (Fn. 45), WM 2003, 657, 659.

<sup>69</sup> Vgl. *Aha* (Fn. 45), Die AG 2002, 160, 162 Fn. 26; *Hopt*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002), 383, 391 Fn. 36; *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 41 Rz. 15 ff.

<sup>70</sup> *Kopp/Ramsauer* (Fn. 53), VwVfG, § 13 Rz. 35 ff.; *Bonk/Schmitz*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 13 Rz. 32 f.

<sup>71</sup> RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 60

<sup>72</sup> Ebenso *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 293 f.

<sup>73</sup> Natürlich können sie ihre Aktien/Stimmrechte über den Kapitalmarkt veräußern. Dieser wird jedoch die Abhängigkeit der Gesellschaft vom Erwerber der Kontrolle mit einem Preisabschlag „bestrafen“. Eine echte Alternative zum Pflichtangebot stellt die von Kontrolleerlangung unberührte Veräußerbarkeit der Aktien mithin nicht dar.

ligen, weil auf die unterschiedlichen Einzelinteressen individueller Aktionäre bei einer öffentlich-rechtlichen Regelung keine Rücksicht genommen werden könne, verkennt es, dass die *BAFin* die hinter dem Interesse am Pflichtangebot stehenden (Sonder-)Interessen einzelner Aktionäre am Ausgang des Verfahrens ohnehin nicht in ihre Entscheidung über den Befreiungsantrag einbeziehen darf. Nach dem oben Gesagten darf sie allenfalls ein Votum aller Aktionäre<sup>74</sup> bzw. in Sanierungsfällen ein Votum der Mehrheit<sup>75</sup> für die Befreiung berücksichtigen. Andernfalls hat es sein Bewenden damit, dass die *BAFin* im Rahmen der nach § 37 Abs. 1 gebotenen Interessenabwägung davon auszugehen hat, dass die Aktionäre an der Unterbreitung eines Pflichtangebots interessiert sind. Die am Verfahren beteiligten Aktionäre können deshalb ohnehin nur insoweit gehört werden, als sie sich *gegen* die Richtigkeit der vom Antragsteller vorgetragenen Tatsachen oder dessen Vortrag zu seinem angeblichen besonderen Interesse an der Befreiung wenden.

Ob die *BAFin* Aktionäre der Zielgesellschaft auf ihren Antrag hin als Beteiligte zum Befreiungsverfahren hinzuzieht, steht in ihrem Ermessen. Nach der Rechtsprechung des Bundesverwaltungsgerichts ist die Beteiligung Dritter an einem Verwaltungsverfahren nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG lediglich dann geboten, wenn nur mit der Verfahrensbeteiligung die bestmögliche Verwirklichung einer dem Dritten nach materiellem Recht zustehenden Rechtsposition gewährt werden kann<sup>76</sup>. Fehlt es an einem eigenen materiellen Recht des Dritten, so erschöpft sich der Zweck der Möglichkeit, ihn am Verfahren zu beteiligen, in dem objektivrechtlichen Ziel, eine breitere Beurteilungsgrundlage zu schaffen und so die Entscheidungsfindung zu erleichtern<sup>77</sup>. Ausgehend von dieser Rechtsprechung ist die *BAFin* in ihrer Entscheidung, ob sie Aktionäre der Zielgesellschaft hinzuzieht, weitgehend frei, da das WpÜG den Aktionären der Zielgesellschaft im Hinblick auf den Kontrollerwerb bzw. Kontrollwechsel keine eigene materielle Rechtsposition in Form von Ansprüchen gegen den Erwerber der Kontrolle auf Abgabe eines Pflichtangebots bzw. Übernahme ihrer Aktien<sup>78</sup> oder gegen die *BAFin* auf Einschreiten gegen den Erwerber der Kontrolle<sup>79</sup> gewährt. Ihrem Ermessen Gren-

---

<sup>74</sup> Siehe oben, Text zu Fn. 12 bis 15.

<sup>75</sup> Siehe oben, Text zu Fn. 37 bis 40.

<sup>76</sup> Vgl. BVerwG, Urt. v. 29.4.1993 – 7 A 2/92, BVerwGE 92, 258, 261 ff. = NVWZ 1993, 890; BVerwG, Urt. v. 16.5.2000 – 3 C 2/00, NVWZ 2000, 1179 sowie *Bonk/Schmitz*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 13 Rz. 37.

<sup>77</sup> Vgl. a. a. O. (Fn. 76).

<sup>78</sup> Siehe *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 294 und *Ihrig* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 341 einschl. Fn. 104. Offengelassen von OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.5.2003 – WpÜG 01/03. – *A. A. Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 38 Rz. 4 a. E.

<sup>79</sup> Dies folgt unstreitig aus § 4 Abs. 2 WpÜG.

zen zieht neben dem allgemeinen § 40 VwVfG vor allem Art. 3 GG. Ermessengrenzen ergeben sich insoweit aus dem dort verankerten Willkürverbot sowie dem Grundsatz der Selbstbindung der Verwaltung<sup>80</sup>.

bb) Dafür, dass das Verfahren vor der *BAFin* durch eine Vielzahl beteiligter Aktionäre nennenswert verzögert werden könnte, gibt es bislang keine tatsächlichen Anhaltspunkte. Abgesehen davon, dass diese Erwägung für die Entscheidung über den Antrag nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG ohne Belang wäre<sup>81</sup>, hat die Praxis gezeigt, dass zumeist nur wenige (institutionelle) Großaktionäre überhaupt an einer Verfahrensbeteiligung interessiert sind, so auch im hier besprochenen Fall. Zudem ist die Gefahr einer Verzögerung des Verwaltungsverfahrens schon dadurch ausgeschlossen, dass die *BAFin* die hinzugezogenen Aktionäre nur insoweit hören muss, als sie sich gegen die Richtigkeit der vom Antragsteller vorgetragenen Tatsachen oder dessen Vortrag zu seinem angeblichen besonderen Interesse an der Befreiung wenden. Beides muss die *BAFin* ohnehin prüfen. Eine gemeinsame Vertretung der hinzugezogenen Beteiligten kann die *BAFin* nur in den Grenzen von § 18 VwVfG durchsetzen. Jedoch können einzelne Beteiligte, die bereits einen Bevollmächtigten bestellt haben, danach nicht mehr einem gemeinsamen Vertreter unterstellt werden. Lediglich für Beteiligte, die nicht von einem Bevollmächtigten vertreten werden, kommt die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters in Betracht, allerdings nur dann, wenn ihre Zahl 50 Personen überschreitet<sup>82</sup>. In der Praxis dürfte eher die Konstellation auftreten, dass mehrere Aktionäre, die jeweils schon von einem Bevollmächtigten vertreten werden, am Verfahren beteiligt werden wollen. Insoweit könnte es sich als zweckmäßig erweisen, im WpÜG zu bestimmen, dass für sämtliche der tatsächlich hinzugezogenen Beteiligten ein gemeinsamer Vertreter bestellt werden kann<sup>83</sup>.

Das österreichische Übernahmerecht<sup>84</sup> knüpft die Beteiligung der Aktionäre der Zielgesellschaft an danach vorgesehenen Verfahren vor der österreichischen *Übernahmekommission*

---

<sup>80</sup> Dazu *Sachs*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 40 Rz. 91 ff. und 103 ff.

<sup>81</sup> A. A. OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.5.2003 – WpÜG 01/03 a. E.

<sup>82</sup> Siehe dazu *Kopp/Ramsauer* (Fn. 53), VwVfG, § 18 Rz. 3 ff.

<sup>83</sup> *Ihrig* (Fn. 47) ZHR 167 (2003), 315, 345. – Allgemein zur Bewältigung von sogenannten Massenverfahren im Verwaltungsverfahren und im Verwaltungsprozess *Bonk/Stelkens*, in: Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 17 Rz. 2 ff. Weder das VwVfG noch die VwGO enthalten indes für die hier in Rede stehende Konstellation weiterführende Regelungen. Vorbild für eine Regelung könnte § 6 SpruchG (BGBl. I 2003, S. 838) sein. Er sieht in Abs. 1 für das Spruchverfahren folgendes vor: „Das Gericht hat den Antragsberechtigten, die nicht selbst Antragsteller sind, zur Wahrung ihrer Rechte frühzeitig einen gemeinsamen Vertreter zu bestellen; dieser hat die Stellung eines gesetzlichen Vertreters. ...“

<sup>84</sup> Siehe dazu *Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht, Vier Jahre Übernahmepaxis – ein Gesamtüberblick, 2003; *Fleischer/Kalss* Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Einführende Gesamtdarstellung und Materialien, 2002, § 4; *Huber/Löber*, Übernahmegesetz, Kommentar, 1999.



sogar daran, dass sie sich zuvor organisiert haben. Überdies müssen sie eine so genannte „Ernstlichkeitsschwelle“ überschreiten, die dem Einschreiten „räuberischer oder querulatorischer Kleinstaktionäre“<sup>85</sup> vorbeugen soll. Soweit die *Übernahmekommission* zu entscheiden hat, ob ein Pflichtangebot gestellt werden muss oder wegen der Besonderheiten des Einzelfalls unterbleiben kann (§§ 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2, 25 ÜbG), sind Verfahrensbeteiligte auf Antrag oder von Amts wegen u. a. die „*Beteiligungspapierinhaber der Zielgesellschaft, die allein oder gemeinsam mit anderen Beteiligungspapierinhabern über Aktien mit einem Nennbetrag oder anteiligen Betrag von einem Hundertstel des Grundkapitals verfügen, oder über Beteiligungspapiere im anteiligen Betrag von mindestens einer Million Schilling* [Anm. d. Verf.: jetzt: 70.000 Euro], *wenn sie diese Voraussetzung glaubhaft machen und – falls es sich um mehrere Beteiligungspapierinhaber handelt – einen gemeinsamen Vertreter bestellt haben*“ (§ 33 Abs. 2 Nr. 4 ÜbG).

## **V. Folgefragen im Zusammenhang mit der Beteiligung der Aktionäre am Befreiungsverfahren nach § 13 Abs. 2 Satz 1 VwVfG**

### **1. Information der Aktionäre über den Verfahrensstand; Akteneinsicht**

Die Aktionäre der Zielgesellschaft müssen weder durch Veröffentlichung seitens der *BAFin* nach § 44 WpÜG noch vom Erwerber der Kontrolle über die Stellung eines Befreiungsantrags oder den Beginn des Befreiungsverfahrens informiert werden. Die *BAFin* sollte allerdings den Beginn des Verfahrens gleichwohl analog § 44 WpÜG und auf ihrer *Website* veröffentlichen, um es den Aktionären der Zielgesellschaft zu ermöglichen, einen Antrag auf Hinzuziehung stellen zu können. Den dann nach § 13 Abs. 2 Satz 1, Abs. 1 Nr. 4 VwVfG zum Befreiungsverfahren hinzugezogenen Aktionären ist auf ihr Verlangen hin Akteneinsicht nach Maßgabe und in den Grenzen von § 29 VwVfG zu gewähren<sup>86</sup>.

### **2. Rechtsbehelfe gegen die Befreiungsverfügung der *BAFin***

---

<sup>85</sup> *Huber/Löber*, ÜbG (Fn. 84), § 33 Rz. 13.

<sup>86</sup> Dazu *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 298.

Nach dem oben Gesagten können die Aktionäre der Zielgesellschaft gegen die dem Erwerber der Kontrolle rechtswidrig gewährte Befreiung von der Angebotspflicht Widerspruch und Beschwerde einlegen<sup>87</sup>.

### a) Anfechtungswiderspruch

Die entsprechend § 42 Abs. 2 VwGO erforderliche Widerspruchsbefugnis der Aktionäre der Zielgesellschaft folgt daraus, dass sie durch eine rechtswidrig erlassene Befreiungsverfügung in ihren Rechten verletzt werden<sup>88</sup>. Anders als § 48 Abs. 2 WpÜG für die Beschwerde setzt § 41 WpÜG für das Widerspruchsverfahren eine Beteiligung am vorhergehenden Verwaltungsverfahren nicht voraus<sup>89</sup>. Der Widerspruch ist nach § 41 Abs. 1 Satz 3 WpÜG i. V. m. § 70 VwGO innerhalb eines Monats, nachdem die Befreiungsverfügung den Aktionären bekannt gegeben worden ist, bei der *BAFin* zu erheben. Bekannt gegeben wird die Befreiungsverfügung allerdings nur denjenigen Aktionären der Zielgesellschaft, die von der *BAFin* zu dem Befreiungsverfahren hinzugezogen wurden, §§ 41 Abs. 1 Satz 1 Alt. 2, 13 Abs. 1 Nr. 4, Abs. 2 Satz 1 VwVfG. Für diejenigen Aktionäre, die nicht am Verwaltungsverfahren beteiligt waren, läuft die Widerspruchsfrist erst ab dem Zeitpunkt, zu dem auch ihnen die Befreiungsverfügung bekannt gegeben wurde. Möglich ist dies durch öffentliche Bekanntmachung. Nach § 41 Abs. 3 Satz 1 VwVfG darf ein Verwaltungsakt öffentlich bekannt gemacht werden, wenn dies durch Rechtsvorschrift zugelassen ist. § 44 WpÜG, der die Veröffentlichung von Verfügungen der *BAFin* im Bundesanzeiger gestattet, lässt sich als eine solche Rechtsvorschrift verstehen<sup>90</sup>. Öffentlich bekannt zu machen ist nur der verfügende Teil der Befreiungsverfügung, § 41 Abs. 4 Satz 1 VwVfG<sup>91</sup>, sowie die Rechtsbehelfsbelehrung<sup>92</sup>. Die Begründung kann mit öffentlich bekannt gemacht werden, ausreichend ist aber auch der bloße Hinweis darauf, dass die Befreiungsverfügung und die Begründung eingesehen werden können, § 41 Abs. 4 Satz 2 VwVfG<sup>93</sup>. Die Befreiungsverfügung gilt zwei Wochen nach ihrer Bekanntma-

---

<sup>87</sup> Vgl. Text zu und Nachweise in Fn. 47 und 48.

<sup>88</sup> Vgl. Text zu und Nachweise in Fn. 47 und 48 und Text zu Fn. 63 bis 72.

<sup>89</sup> A. A. wohl *Schnorbus* (Fn. 45), WM 2003, 616, 619 ff. (unter III./5.) und offenbar auch OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.5.2003 – WpÜG 02/03 und Beschl. v. 28.5.2003 – WpÜG 04/03.

<sup>90</sup> *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 299.

<sup>91</sup> Ausführlich dazu *Stelkens/Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 41 Rz. 86 ff.

<sup>92</sup> Vgl. *Stelkens/Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 41 Rz. 92.

<sup>93</sup> Siehe dazu *Stelkens/Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 41 Rz. 83a und 93 ff.

chung nach § 44 WpÜG als bekannt gegeben, § 41 Abs. 4 Satz 3 VwVfG<sup>94</sup>. Ab diesem Zeitpunkt beginnt mithin die Widerspruchsfrist für die nicht am Befreiungsverfahren beteiligten Aktionäre der Zielgesellschaft zu laufen. Der Widerspruch der Aktionäre der Zielgesellschaft gegen die Befreiungsverfügung hat aufschiebende Wirkung<sup>95</sup>. Dies folgt aus § 42 WpÜG i. V. m. § 80 Abs. 1 Satz 1 VwGO. Der Kontrollerwerber/Adressat der Befreiungsverfügung müsste dementsprechend die in § 35 Abs. 2 WpÜG statuierten Angebotspflichten erfüllen und den Aktionären der Zielgesellschaft ein Pflichtangebot unterbreiten<sup>96</sup>. Die *BAFin* kann und sollte allerdings in einem solchen Fall im Interesse des Kontrollerwerbers/Adressaten die sofortige Vollziehung der Befreiungsverfügung analog § 50 Abs. 1 WpÜG oder nach §§ 80a Abs. 1 Nr. 1, 80 Abs. 2 Nr. 4 VwGO anordnen<sup>97</sup>.

## b) Anfechtungsbeschwerde

Die Aktionäre der Zielgesellschaft sind nach dem oben Gesagten ferner beschwerdebefugt, soweit die *BAFin* dem Antragsteller eine (rechtswidrige) Befreiung von der Angebotspflicht erteilt hat *und* sie am Verwaltungsverfahren, d. h. an dem Widerspruchsverfahren, das dem Beschwerdeverfahren vorangehen musste (§ 41 Abs. 2 WpÜG), beteiligt waren, § 48 Abs. 2 WpÜG<sup>98</sup>. Der Wortlaut von § 48 Abs. 2 WpÜG spricht insoweit für eine rein formalisierte Beschwerdebefugnis<sup>99</sup>. Dennoch wird verschiedentlich gefordert, dass der beschwerdeführende Aktionär analog § 42 Abs. 2 VwGO geltend machen müsse, in seinen eigenen Rechten verletzt zu sein<sup>100</sup>. Andere halten es für notwendig, aber auch ausreichend, dass wirtschaftli-

---

<sup>94</sup> Siehe dazu *Stelkens/Stelkens*, in: *Stelkens/Bonk/Sachs* (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 41 Rz. 98 ff.

<sup>95</sup> *Pohlmann*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 48 Rz. 78 Fn. 131 und § 49 Rz. 15; *Cahn* (Fn. 47), *ZHR* 167 (2003), 262, 294.

<sup>96</sup> *Cahn* (Fn. 47), *ZHR* 167 (2003), 262, 294. – *A. A. Pohlmann*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 49 Rz. 15, die von einem „Wiederaufleben“ des Suspensiveffekts des Befreiungsantrags ausgeht. Einen solchen Suspensiveffekt hat der Befreiungsantrag aber nicht. Überzeugend insoweit *Versteegen*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 37 Rz. 64 ff. und *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 37 Rz. 50; anders auch *Pohlmann*, a. a. O., § 48 Rz. 78 Fn. 131.

<sup>97</sup> *Cahn* (Fn. 47), *ZHR* 167 (2003), 262, 294; siehe auch *Pohlmann*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 48 Rz. 78 Fn. 131.

<sup>98</sup> Zur Maßgeblichkeit der Beteiligung am Widerspruchsverfahren siehe RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 65 zu § 49 Abs. 2 (jetzt § 48 Abs. 2): „*Betroffene, z. B. Aktionäre der beteiligten Gesellschaften, die nicht am Widerspruchsverfahren beteiligt waren, können gegen den Widerspruchsbescheid kein Rechtsmittel einlegen.*“ – *A. A. Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 48 Rz. 12: ausreichend ist auch *lediglich* Beteiligung am Ausgangsverfahren.

<sup>99</sup> *Schüppen/Schweizer*, in: *Haarmann/Riehmer/Schüppen* (Hrsg.) (Fn. 8), § 48 Rz. 13.

<sup>100</sup> *Zehetmeier-Müller/Grimmer*, in: *Geibel/Süßmann* (Hrsg.) (Fn. 7), § 48 Rz. 20 – 22; *Pohlmann*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 48 Rz. 39 ff.

che Interessen des Beschwerdeführers betroffen sind<sup>101</sup>; nach einer weiteren Stimme aus der Literatur soll es genügen, dass der beschwerdeführende Aktionär durch die Verfügung der *BAFin* als Träger eigener Interessen und/oder eigener rechtlich geschützter Positionen betroffen ist<sup>102</sup>. Dies alles vorzutragen dürfte ihm, soweit er sich gegen die Befreiung des Antragstellers nach § 37 Abs. 1 WpÜG wendet, nach dem oben zur Schutzrichtung von § 35 Abs. 2 WpÜG Gesagten<sup>103</sup> keine Schwierigkeiten bereiten.

Davon zu trennen ist die Frage, ob auch nicht am Verwaltungsverfahren (scil. Widerspruchsverfahren) beteiligte Aktionäre, d. h. die Aktionäre, die keinen Widerspruch gegen die Befreiungsverfügung eingelegt haben, beschwerdebefugt sein können. Dagegen lässt sich zunächst einwenden, dass diese Aktionäre ihre Einwände gegen die Befreiung auch schon anlässlich des Widerspruchsverfahrens vorbringen hätten können. Gegen eine Beschwerdebefugnis scheint aber vor allem der Wortlaut von § 48 Abs. 2 WpÜG zu streiten<sup>104</sup>. Gleichwohl wird in der Literatur inzwischen eine Beschwerdebefugnis bejaht, sofern der Beschwerdeführer die Möglichkeit einer Rechtsverletzung i. S. v. § 42 Abs. 2 VwGO analog vorgetragen kann<sup>105</sup>. Dass der beschwerdeführende Aktionär nicht am Widerspruchsverfahren teilgenommen hat, ist jedenfalls dann unschädlich, wenn er statt Widerspruch einzulegen einen Antrag auf einfache Hinzuziehung zum Widerspruchsverfahren nach § 13 Abs. 2 Satz 1, Abs. 1 Nr. 4 VwVfG gestellt hatte und dieser abgelehnt wurde<sup>106</sup>. Ferner steht die mangelnde Beteiligung am Widerspruchsverfahren der Beschwerdebefugnis auch dann nicht entgegen, wenn der Beschwerdeführer nachvollziehbar damit rechnen konnte, dass seine Einwände oder Bedenken gegen die Befreiungsverfügung von der *BAFin* oder anderen Aktionären in das Widerspruchsverfahren

---

<sup>101</sup> *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 48 Rz. 26.

<sup>102</sup> *Schnorbus* (Fn. 45), ZHR 166 (2002), 72, 103 ff.; *ders.* (Fn. 45), WM 2003, 616, 622 f. – Seiner Ansicht nach wird es darauf indes selten ankommen, da die Aktionäre der Zielgesellschaft regelmäßig schon am Ausgangsverfahren vor der *BAFin* nicht zu beteiligen sind, ferner nicht widerspruchsbefugt und auch nicht beschwerdebefugt sind. Verfahrensbeteiligung und deshalb Widerspruchs- bzw. Beschwerdebefugnis allenfalls, wenn „*Berührung eigener Interessen aus Rechtssätzen außerhalb des WpÜG*“, siehe *ders.*, WM 2003, 616, 621 f. und (deutlicher) WM 2003, 657, 660; weniger eng zur Verfahrensbeteiligung und zur Beschwerdebefugnis der Aktionäre dagegen noch *ders.*, ZHR 166 (2002), 72, 97 ff., insbesondere S. 100 f.

<sup>103</sup> Vgl. Text zu Fn. 47 und 48 und Text zu Fn. 71 und 72.

<sup>104</sup> Siehe auch RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 65 zu § 49 Abs. 2 (jetzt § 48 Abs. 2), zitiert oben, Fn. 98.

<sup>105</sup> *Pohlmann*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 48 Rz. 51 ff.; im Ergebnis auch *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 48 Rz. 22; *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 295 ff.; *Ihrig* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 330. – *A. A. Zehetmeier-Müller/Grimmer*, in: *Geibel/Süßmann* (Hrsg.) (Fn. 7), § 48 Rz. 18 f.; *Schnorbus* (Fn. 45), WM 2003, 616, 623 und auch OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.5.2003 – WpÜG 02/03 und Beschl. v. 28.5.2003 – WpÜG 04/03. Dort heißt es im Zusammenhang mit einer Beschwerde von Aktionären gegen die Gestattung der Angebotsunterlage durch die *BAFin*: „*Das WpÜG sieht dagegen kein Beschwerderecht der Antragstellerin vor, denn an diesem Genehmigungsverfahren war die Antragstellerin nicht beteiligt (§§ 41, 48 WpÜG).*“

<sup>106</sup> Zur Anwendbarkeit von § 13 im Widerspruchsverfahren, die aus § 79 VwVfG folgt, *Bonk/Schmitz*, in: *Stelkens/ Bonk/Sachs* (Hrsg.) (Fn. 44), VwVfG, § 13 Rz. 46.

ren eingebracht und vertreten werden. In einem solchen Fall, ist es nur rational, dass sich der Aktionär nicht (auch noch) am Widerspruchsverfahren beteiligt hat („rationale Apathie“).

Die Beschwerde ist binnen einer Notfrist von einem Monat beim Oberlandesgericht Frankfurt am Main einzureichen, §§ 51 Abs. 1 Satz 1, 48 Abs. 4 WpÜG. Die Frist beginnt für die Adressaten des Widerspruchsbescheids, das sind der oder die Widerspruchsführer sowie – insbesondere bei Aufhebung der Befreiung – der Kontrollerwerber/Adressat der Befreiungsverfügung mit dessen *Zustellung* durch die BAFin, §§ 51 Abs. 1 Satz 2 Alt. 2, 41 Abs. 1 Satz 3 WpÜG i. V. m. § 73 Abs. 3 Satz 1 VwGO. Für diejenigen Aktionäre der Zielgesellschaft, die am Widerspruchsverfahren nicht beteiligt waren, lässt sich § 51 Abs. 1 Satz 2 Alt. 1 WpÜG als Sonderregelung begreifen<sup>107</sup>. Abweichend von § 73 Abs. 3 Satz 1 VwGO genügt ihnen gegenüber die *Bekanntgabe* des Widerspruchsbescheids nach § 41 VwVfG<sup>108</sup>. Ausreichend ist wie im Falle der ursprünglichen Befreiungsverfügung die öffentliche Bekanntgabe nach § 41 Abs. 3 Satz 1 VwVfG i. V. m. § 44 WpÜG. Das dazu Gesagte gilt hier entsprechend.

Die Beschwerde gegen die durch die *BAFin* (Widerspruchsausschuss) im Widerspruchsverfahren bestätigte oder erstmals gewährte Befreiung hat keine aufschiebende Wirkung. Der Kontrollerwerber muss mithin bis zur endgültigen Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main kein Pflichtangebot abgeben. Dies folgt mittelbar aus § 49 WpÜG, der eine aufschiebende Wirkung der Beschwerde nur für bestimmte, dort näher bezeichnete Verfügungen der *BAFin* vorsieht<sup>109</sup>. Das Gericht könnte die aufschiebende Wirkung nach § 50 Abs. 3 WpÜG anordnen, sollte allerdings im Interesse des Kontrollerwerbers davon absehen.

Die Aufhebung der Befreiungsverfügung im Beschwerdeverfahren würde nach allgemeinen verwaltungsprozessualen Regeln auf den Zeitpunkt ihres Erlasses zurückwirken (*ex tunc*)<sup>110</sup>. Die Folge davon wäre, dass der Erwerber der Kontrolle nicht nur ein Pflichtangebot abgeben müsste, sondern für die Vergangenheit auch den zivilrechtlichen Sanktionen unterliegen würde, die das WpÜG in § 38 und § 59 für den Fall der Nichterfüllung der Angebotspflicht anordnet. Diese Rechtsfolge ist insoweit misslich, als es dem Kontrollerwerber – soweit er be-

---

<sup>107</sup> Ansonsten ist die Regelung ohne Anwendungsbereich, vgl. *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 51 Rz. 6.

<sup>108</sup> Sieht man dies nicht so, so müsste die *BAFin* den Widerspruchsbescheid nach § 15 VwZG öffentlich zustellen.

<sup>109</sup> Zu Recht der gesetzlichen Regelung zustimmend *Pohlmann*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 49 Rz. 15.

<sup>110</sup> *M. Redeker*, in: *Redeker/von Oertzen* (Fn. 49), *VwGO*, § 113 Rz. 8.

rechtigterweise auf den Bestand der Befreiungsverfügung vertrauen kann und sie nicht etwa durch falsche Angaben erschlichen hat – nicht zuzumuten ist, auf den Widerspruch oder die Beschwerde der Aktionäre der Zielgesellschaft hin, ein Pflichtangebot abzugeben, obgleich ihm die *BAFin* die Befreiung erteilt hat. In der Literatur wird deshalb zu Recht vorgeschlagen, die Wirkung der gerichtlichen Aufhebung der Befreiungsverfügung auf den Zeitpunkt der Zustellung des gerichtlichen Beschlusses zu beschränken (*ex nunc*)<sup>111</sup>. Seiner Angebotspflicht muss der Erwerber der Kontrolle ab diesem Zeitpunkt innerhalb der dort fest gesetzten Fristen nachkommen, wobei die bereits abgelaufene Zeit zwischen der Veröffentlichung der Kontrollerlangung nach § 35 Abs. 1 WpÜG und der Stellung des Befreiungsantrags insoweit anzurechnen ist<sup>112</sup>.

## **V. Rechtsfolgen des Erlasses einer rechtswidrigen Befreiungsverfügung durch die *BAFin***

Mit der hier vertretenen Lösung – Anspruch der Aktionäre der Zielgesellschaft auf ermessensfehlerfreie Entscheidung über ihren Antrag auf Beteiligung an dem Befreiungsverfahren, weil § 35 Abs. 2 WpÜG jeden einzelnen Aktionär der Zielgesellschaft gegen die durch einen Kontrollerwerb/-wechsel entstehenden Nachteile schützen soll – ist noch keine Aussage dazu getroffen, welche Rechtsfolgen eine rechtswidrige Befreiung des Erwerbers der Kontrolle von der Angebotspflicht zeitigt.

### **1. Tatbestandswirkung**

Erlässt die *BAFin* eine rechtswidrige Befreiungsverfügung, so müssen die Aktionäre der Zielgesellschaft diese mit Anfechtungswiderspruch und Anfechtungsbeschwerde angreifen, wenn sie (mittelbar) die Abgabe eines Pflichtangebots erzwingen wollen. Zivilrechtliche Ansprüche gegen den Erwerber der Kontrolle auf Abgabe eines Pflichtangebots oder Abnahme ihrer Aktien kommen nicht in Betracht, da das WpÜG entsprechende Ansprüche gerade nicht vor-

---

<sup>111</sup> *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 295.

<sup>112</sup> Insoweit **a. A.** wohl *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 295.

sieht<sup>113</sup>. Die rechtswidrige Befreiung des Kontrollerwerbers von der Angebotspflicht durch die *BAFin* bindet ferner die Zivilgerichte („Tatbestandswirkung“). Eine rechtswidrige Befreiungsverfügung hindert daher die Entstehung des Zinsanspruchs aus § 38 Nr. 2 WpÜG sowie den Eintritt eines Rechtsverlusts nach § 59 WpÜG<sup>114</sup>. Anders ist die Rechtslage allerdings zu beurteilen, wenn der Antragsteller die rechtswidrige Befreiungsverfügung durch vorsätzliche rechtswidrige Handlungen i. S. d. § 48 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 und 2 VwVfG erwirkt hat. In diesem Fall können die Aktionäre der Zielgesellschaft aus § 823 Abs. 2 BGB vom Antragsteller den Ersatz des Schadens verlangen können, der ihnen dadurch entstanden ist, dass ihnen entgegen § 35 Abs. 2 WpÜG kein Pflichtangebot unterbreitet wurde<sup>115</sup>. Darüber hinaus haben sie einen Anspruch auf Verzinsung der geschuldeten Gegenleistung aus § 38 Nr. 2 WpÜG, und der Erwerber der Kontrolle sowie die in seinem „Lager“ stehenden Dritten verlieren nach § 59 WpÜG, auch mit Wirkung für die Vergangenheit, die Rechte aus den ihnen gehörenden Aktien.

## 2. Keine Amtshaftung des Bundes

Dass die Aktionäre der Zielgesellschaft gegen den Bund Amtshaftungsansprüche wegen der Erteilung einer angeblich rechtswidrigen Befreiung durch die *BAFin* geltend machen können, ist aus der Sicht der *BAFin* nicht zu besorgen<sup>116</sup>. Zwar scheidet der Amtshaftungsanspruch nicht schon am generellen Ausschluss solcher Ansprüche durch § 4 Abs. 2 WpÜG, wie vielfach angenommen wird<sup>117</sup>, da die Norm der Entstehung eines solchen Anspruchs nicht entgegensteht, wenn die *BAFin* durch eine behördliche Maßnahme die vom WpÜG geschützten Rechte der Adressaten oder Dritter – hier: der Aktionäre der Zielgesellschaft – verletzt<sup>118</sup>. Eine Amtshaftung des Bundes ist aber von vornherein ausgeschlossen, wenn der klagende

---

<sup>113</sup> Siehe *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 294 und *Ihrig* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 341 einschl. Fn. 104. Offengelassen von OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.5.2003 – WpÜG 01/03. – A. A. *Steinmeyer/Häger* (Fn. 45), § 38 Rz. 4 a. E.

<sup>114</sup> *Ihrig* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 341.

<sup>115</sup> Zur Schutzgesetzzeigenschaft von § 35 Abs. 2 WpÜG *Hommelhoff/Witt*, in: *Haarmann/Riehmer/Schüppen* (Hrsg.) (Fn. 8), § 35 Rz. 61; *von Bülow*, in: *Hirte/von Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar* (Fn. 7), § 35 Rz. 199 – A. A. *Tschauner*, in: *Geibel/Süßmann* (Hrsg.) (Fn. 7), § 59 Rz. 79 ff.

<sup>116</sup> Erstmals gesehen von *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 289.

<sup>117</sup> *Ihrig* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 315, 320 einschl. Fn. 20; wohl auch *Stögmüller*, in: *Haarmann/Riehmer/Schüppen* (Hrsg.) (Fn. 8), § 4 Rz. 44.

<sup>118</sup> Konsequenz von § 4 Abs. 2 WpÜG ist vielmehr nur, dass Ansprüche auf Einschreiten der Behörde und auf den Erlass von Aufsichtsmaßnahmen nicht bestehen, und dass das Unterlassen entsprechender Handlungen keine Amtshaftung auslöst; in diese Richtung auch *RegE WpÜG*, BT-Drucks. 14/7034, S. 36; *Schwennicke*, in: *Geibel/Süßmann* (Hrsg.) (Fn. 7), § 4 Rz. 12 f.; *Schnorbus* (Fn. 45), ZHR 166 (2002), 72, 82 – 85; *Cahn* (Fn. 47), ZHR 167 (2003), 262, 284 ff.

Aktionär zuvor nicht die ihm möglichen Rechtsmittel dagegen eingelegt hat, § 839 Abs. 3 BGB. Das sind im Falle des Erlasses einer Befreiungsverfügung Widerspruch bei der *BAFin* (§ 41 WpÜG) und nachfolgend Anfechtungsbeschwerde beim Oberlandesgericht Frankfurt am Main (§ 48 WpÜG). Hat die Anfechtungsbeschwerde Erfolg, so wird es an einem Schaden des Aktionärs fehlen, da ihm und allen anderen Aktionären ein Pflichtangebot unterbreitet werden muss. Dringt der Aktionär damit nicht durch, so kann auch seine Amtshaftungsklage keinen Erfolg haben, denn mit der Zurückweisung seiner Anfechtungsbeschwerde durch das Oberlandesgericht Frankfurt steht die Rechtmäßigkeit der Befreiungsverfügung für die anderen Zivilgerichte bindend fest<sup>119</sup>.

---

<sup>119</sup> Zur Bindungswirkung (materiellen Rechtskraft) von Urteilen der Verwaltungsgerichte auf Anfechtungsklagen *Kothe*, in: Redeker/von Oertzen (Fn. 49), VwGO, § 121 Rz. 9 m. w. N.; zur Bindungswirkung (materiellen Rechtskraft) von Beschlüssen *M. Redeker*, a. a. O., § 122 Rz. 6.



Arbeitspapiere(internet: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/>)(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany  
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],  
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.  
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus  
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and Cor-  
porate Governance  
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford  
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/  
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?  
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.  
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy  
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaft-  
sausschuß des Deutschen Bundestages -  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)

- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG  
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)

- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996, S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)

- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen  
und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997],  
S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market  
Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997, S. 699 ff. sowie in: Blair/Roe  
[Hrsg.], Employees and Corporate Governance, 1999, S. 206 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den  
Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die Ak-  
tiengesellschaft 1997, S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels "Ka-  
tastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997, S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung  
[1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes  
Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfi-  
nanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State  
of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den  
Finanzausschuß des Deutschen Bundestages

- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998, S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo  
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)

- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und  
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden  
Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität  
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)

- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and  
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipu-  
lation  
in: Wertpapier-Mitteilungen 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte  
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/  
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR, Hei-  
delberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG  
(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum  
Deutschen Corporate Governance Kodex  
(publ. in aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)  
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed  
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates  
(publ. in: The International Lawyer, Vol. 36, 2002, S. 1229 ff.)
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform  
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)

- 96 Michael Adams                      Vorstandsvergütungen  
(publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)
- 97 Hans-Gert Vogel                    Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon                   Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 670 ff.)
- 99 Theodor Baums                      Anlegerschutz und Neuer Markt  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums                     Company Law Reform in Germany  
(publ. in: The Corporate Law Studies, Vol. 3, 2003, S. 181 ff.)
- 101 Ursula Lenzen                      Das neue Recht der Kursmanipulation  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums                     Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany  
(publ. in: Giurisprudenza Commerciale, Vol. 30, 2003, 53-69)
- 103 Theodor Baums                     General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald                    US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance nach Enron  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 705 ff.)
- 105 Theodor Baums                     Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò                   Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson                    Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience
- 108 Jeffrey N. Gordon                   An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch                         Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 473 ff.)
- 110 Wolfgang Drobetz/  
Andreas Schillhofer/  
Heinz Zimmermann                   Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany



- 111 Mark Devlin/  
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 139 ff.)
- 113 Michael Gruson/  
Matthias Kubicek Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)
- 114 Hanno Berger/  
Kai-Uwe Steck Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland – Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse und Ausblick  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2003, S. 192 ff.)
- 115 Theodor Baums/  
Christian Fischer Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern
- 116 Mario Hecker Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main, Beschl. vom 27.5.2003 - WpÜG 01/03 („ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –