

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 232

# Liquide Aktien

Übernahmerechtliche Tauschangebote  
und die Liquidität von Tauschaktien i. S. v.  
§ 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG im Lichte  
des Biofrontera-Beschlusses

Von

Arne le Dandeck



Duncker & Humblot · Berlin

ARNE LE DANDECK

Liquide Aktien

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

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

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

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 232

# Liquide Aktien

Übernahmerechtliche Tauschangebote  
und die Liquidität von Tauschaktien i. S. v.  
§ 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG im Lichte  
des Biofrontera-Beschlusses

Von

Arne le Dandeck



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg  
hat diese Arbeit im Jahr 2023 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten

© 2024 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen  
Druck: CPI books GmbH, Leck  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-19048-5 (Print)

ISBN 978-3-428-59048-3 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

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

*Meinen Eltern*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Sommersemester 2023 als Dissertation angenommen. Literatur, Gesetzgebung und Rechtsprechung konnten – soweit nicht anders vermerkt – bis zum 31. Juli 2023 berücksichtigt werden.

Großer Dank gebührt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago), für die mir eröffnete Möglichkeit der Promotion und die mir dabei gewährte wissenschaftliche Freiheit. Weiterhin möchte ich auch Herrn Professor Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard), herzlich für die schnelle Erstellung des Zweitgutachtens danken. Weiterhin gilt mein Dank den Herausgebern, Herren Professoren Spindler, Merkt und Fleischer, für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“.

Dank gilt auch dem Düsseldorfer Team der Kanzlei Latham & Watkins LLP. Die mir durch meine promotionsbegleitende Tätigkeit dort ermöglichten praktischen Einblicke in das Übernahmerecht sowie der inhaltliche Austausch, haben die Erstellung der Arbeit sowie deren praktische Ausrichtung besonders gefördert und den Blick für die Übernahmepaxis geschärft. Zudem sei den Praktikern gedankt, mit denen ich die Lage des Übernahmemarktes und die Auswirkungen der neuen BaFin-Praxis in Folge des Biofrontera-Beschlusses erörtern durfte, woraus der „Erfahrungsbericht aus der Übernahmepaxis“ im Rahmen dieser Untersuchung entstanden ist.

Eine Vielzahl an Freunden haben mich während der Promotionszeit begleitet und unterstützt. Ein besonderer Dank für Diskussionen, Korrekturen und Anregungen gilt Dr. Sönke Engelke, Dr. Patrick Kemper, LL.M. (Pretoria), Jonas Wagener, Dr. Thomas Ulrich, Simón Maturana und Dr. Johannes Kruse. Zudem ist meiner Freundin Julia Becker für Unterstützung und Rückhalt während der Promotion besonders zu danken.

Mein größter Dank gebührt schließlich meinen Eltern, die mich stets unterstützt und ermutigt haben, meinen Weg zu gehen. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Düsseldorf, im Herbst 2023

*Arne le Dandek*



# Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b>	19
I. Einführung in die Problematik	19
II. Gang der Untersuchung	20
<b>B. Einführung in übernahmerechtliche Tauschangebote</b>	22
I. Entwicklung und Grundsätze des Übernahmerechts	22
1. Legislative Entwicklung des Übernahmerechts	23
2. Grundsätze des öffentlichen Übernahmerechts	25
II. Rechtstatsächlicher Stand	28
1. Empirische Auswertung von öffentlichen Übernahmen	28
2. Erfahrungsbericht aus der Übernahmepraxis	32
III. Ökonomische Theorie der öffentlichen Unternehmensübernahmen	34
1. Wertschöpfungstheorien	34
a) Schaffung von Synergien	35
b) Externe <i>Corporate Governance</i> durch den Markt für Unternehmenskontrolle	35
2. Managertheorien	38
a) Manager Hybris	38
b) <i>Empire Building</i>	38
3. Wertumverteilungstheorien	39
a) Wertverschiebung zu Lasten anderer Stakeholder	39
b) <i>Pressure to tender</i>	40
4. Implikationen für die Regulierung öffentlicher Unternehmensübernahmen	40
IV. Die Rolle von Tauschangeboten bei Unternehmensübernahmen	42
1. Gründe für die Wahl eines Tauschangebotes	42
2. Mögliche Strukturen bei Tauschangeboten	45
a) Klassische Bieterstruktur	45
b) <i>NewCo</i> Struktur	46
c) Fazit zu den Strukturierungsmöglichkeiten	49
3. Schaffung der Akquisitionswährung	49
a) Mögliche Gestaltungen der Kapitalerhöhung	50

aa) Ordentliche Sachkapitalerhöhung .....	50
bb) Nutzung genehmigten Kapitals .....	51
cc) Umtauschtreuhänder .....	53
b) Sicherstellung der Gegenleistung .....	54
4. Ergebnis zur Rolle von Tauschangeboten .....	55
V. Der Angebotsprozess und die Angebotsunterlage .....	55
1. Ablauf einer Unternehmensübernahme .....	56
a) Vorlaufstadium .....	56
b) Angebotsphase .....	57
c) Nachlaufstadium .....	59
d) Implikationen des Fristenregimes .....	59
2. Die Angebotsunterlage .....	60
a) Formelle Besonderheit bei Tauschangeboten .....	60
b) Anforderungen an die Gegenleistung .....	61
aa) Angemessenheit der Gegenleistung .....	61
(1) Regelungsstruktur der WpÜG-AngV .....	61
(2) Besonderheit bei Tauschangeboten .....	63
(3) Gewährung eines Premiums .....	64
bb) Art der Gegenleistung .....	65
(1) Zulässiger Emittent der Tauschaktien .....	65
(2) Aktien kontrollierter Gesellschaften .....	66
(3) Zulassung an einem organisierten Markt .....	67
(4) Stimmberechtigung der Aktien .....	67
(5) Zulässigkeit anderer Wertpapiere als Aktien .....	67
cc) Überschießende Umsetzung der Übernahmerichtlinie bei freiwilligen Übernahmeangeboten .....	69
c) Zwischenfazit zur Angebotsunterlage .....	70
3. Fazit zum Angebotsprozess und der Angebotsunterlage .....	71
VI. Bisherige Ansätze zur Bestimmung der Liquidität von Tauschaktien .....	71
1. Ansätze in der Literatur zur Bestimmung der Liquidität .....	71
2. Bisherige Praxis der BaFin .....	73
3. Zeitpunkt für das Bestehen der Liquidität .....	76
VII. Fazit zur Einführung in die übernahmerechtlichen Tauschangebote .....	77
<b>C. Der Beschluss des OLG Frankfurt a.M. und die Anwendung durch die BaFin ..</b>	<b>79</b>
I. Der zugrundeliegende Sachverhalt .....	79
II. Beschluss des OLG Frankfurt a.M. und die darin angelegten Kriterien .....	80

III. Anwendung der Liquiditätsprüfung durch die BaFin .....	82
1. Prüfung der Angebotsunterlagen der 4basebio AG .....	83
2. Angaben in der Angebotsunterlage der Acorn HoldCo, Inc. ....	83
3. Angaben in der Angebotsunterlage der CTP N.V. ....	84
IV. Implikationen des Beschlusses des OLG Frankfurt a.M. ....	84
<b>D. Auslegung des Liquiditätsbegriffes .....</b>	<b>86</b>
I. Hintergrund des § 31 WpÜG .....	86
1. Das Pflichtangebot gemäß § 35 WpÜG .....	87
a) Konzerneingangsschutz .....	88
b) Kapitalmarktrechtliche Einordnung .....	88
c) Vermittelnde Ansicht .....	89
d) Zwischenergebnis .....	89
2. Sinn und Zweck der Mindestpreisregelung gem. § 31 Abs. 1 WpÜG .....	89
a) <i>Pressure to tender</i> .....	90
b) Zwischenergebnis zum Zweck der Mindestpreisregelung .....	93
3. Funktion des Liquiditätserfordernisses in diesem Kontext .....	93
4. Fazit zum Hintergrund des § 31 WpÜG .....	94
II. Auslegung im nationalen Kontext .....	94
1. Grammatikalische Auslegung .....	95
2. Historische Auslegung .....	95
a) Übernahmekodex .....	96
b) Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG) .....	96
c) Übernahmerichtlinien-Umsetzungsgesetz .....	97
d) Fazit zur historischen Auslegung .....	97
3. Systematische Auslegung .....	98
a) § 9 BörsZulV .....	98
b) § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV .....	100
aa) Zeitliche Perspektive .....	101
bb) Volatilität als Kriterium für Liquidität .....	101
cc) Bestehender Regelungswille .....	104
dd) Ergebnis zu § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV .....	105
c) Begriffsbestimmungen des § 2 WpÜG .....	105
d) Fazit zu den systematischen Erwägungen .....	106
4. Teleologische Auslegung .....	107

a)	Realisierung des als angemessen festgesetzten Wertes	107
aa)	Bestimmung des Börsenpreises	108
bb)	Unternehmensbewertung	109
cc)	Übernahmesituation	112
dd)	Entscheidender Wert	116
ee)	Fazit zur Realisierung des als angemessen festgesetzten Wertes	119
b)	Erhöhte Liquidität ausreichend?	120
c)	Einzelfallprüfung	121
d)	Ergebnis der teleologischen Auslegung	123
5.	Verfassungsrechtliche Perspektive	123
a)	Eingriff in die Vertragsfreiheit	124
b)	Schutzwirkung des Art. 14 Abs. 1 GG für das Aktieneigentum	124
aa)	Feldmühle-Urteil	125
bb)	DAT/Altana-Urteil des BVerfG	126
cc)	Übertragende Auflösung – Moto-Meter Beschluss	128
dd)	Delisting: von Macrotron bis Frosta	129
(1)	Macrotron-Urteil des BGH	129
(2)	Delisting-Urteil des BVerfG	130
(3)	Frosta-Entscheidung des BGH	132
(4)	Einschreiten des Gesetzgebers	132
(5)	Erkenntnisse zum Delisting	133
ee)	Squeeze-Out Entscheidung des BVerfG	133
c)	Zusammenfassung: Geschützte Bereiche der Aktie im Lichte von Art. 14 Abs. 1 GG	134
d)	Wechsel des Kontrollaktionärs im Lichte von Art. 14 Abs. 1 GG	135
aa)	Kontrollwechsel als Eingriff in Art. 14 Abs. 1 GG	135
(1)	Weisungsfreiheit des Vorstands	135
(2)	Kapitalerhaltung	136
(3)	Hauptversammlungsbeschlüsse mit einfacher Mehrheit	136
(4)	Fazit zum Kontrollwechsel als Eingriff	137
bb)	Ausreichender bestehender Schutz	138
(1)	Vertragskonzern	138
(2)	Faktischer Konzern	139
(3)	Fazit zum bestehenden Schutz	140
cc)	Fazit zum Kontrollwechsel	140
e)	Die <i>back-end speculation</i>	140
aa)	Phänomen der <i>back-end speculation</i>	141
bb)	Anwendungsbeispiel der <i>back-end speculation</i>	142
cc)	Fazit zur <i>back-end speculation</i>	145

f)	Implikationen dieser Erkenntnisse für die Liquidität von Tauschaktien . .	146
aa)	Kompetenz außerhalb des verfassungsrechtlich Gebotenen . . . . .	146
bb)	Die Grenze des Übermaßverbotes . . . . .	147
(1)	Einschätzungsspielraum des Gesetzgebers . . . . .	148
(2)	Ausschluss von kleinen Gesellschaften . . . . .	149
(a)	Möglichkeit zur Schaffung von Liquidität . . . . .	150
(b)	Bisherige BaFin-Praxis . . . . .	151
(c)	Market for corporate control . . . . .	151
(d)	Ausgleich durch Ausnahmeregelung . . . . .	152
(e)	Ergebnis zum Ausschluss kleiner Gesellschaften . . . . .	153
(3)	Formale Kriterien zur Schaffung von Rechtssicherheit . . . . .	153
(a)	Bedeutung der Rechtssicherheit im Lichte der Rechtsprechung . . . . .	154
(aa)	Postbank/Deutsche Bank . . . . .	154
(bb)	McKesson/Celesio . . . . .	155
(cc)	Erkenntnisse der Untersuchung der Rechtsprechung . .	155
(b)	<i>Rules versus Standards</i> . . . . .	156
(c)	Ergebnis zur Schaffung von Rechtssicherheit . . . . .	159
(4)	Bestehender Schutz für Minderheitsaktionäre . . . . .	160
(5)	Regelungskonzept des Gesetzgebers . . . . .	161
(6)	Implikationen des rechtstatsächlichen Stands . . . . .	161
(7)	Fazit zum Übermaßverbot . . . . .	162
g)	Implikationen der verfassungsrechtlichen Perspektive . . . . .	163
6.	Europarechtliche Perspektive . . . . .	163
a)	Grenzüberschreitende Relevanz . . . . .	164
b)	Relevante Grundfreiheiten . . . . .	164
aa)	Kapitalverkehrsfreiheit . . . . .	164
bb)	Niederlassungsfreiheit . . . . .	165
cc)	Zwischenergebnis . . . . .	165
dd)	Konkurrenzverhältnis . . . . .	166
c)	Rechtfertigung . . . . .	167
aa)	Geschriebene Rechtfertigungsgründe . . . . .	167
bb)	Zwingende Gründe des Allgemeininteresses . . . . .	167
d)	Implikationen der primärrechtlichen Perspektive . . . . .	169
7.	Fazit der nationalen Auslegung in Thesenform . . . . .	169
III.	Auslegung der Richtlinie . . . . .	170
1.	Grammatikalische Auslegung . . . . .	171
2.	Historische Auslegung . . . . .	171

a)	Gescheiterte Übernahmerichtlinie .....	172
b)	Übernahmerichtlinie .....	173
c)	Kommissionsbericht von 2012 .....	173
d)	Ergebnis zur historischen Auslegung .....	174
3.	Systematische Auslegung .....	175
a)	Art. 22 MiFID I-DVO als Maßstab .....	175
aa)	Zeitliche Komponente der MiFID I-DVO und der Regelung aus der Übernahmerichtlinie .....	176
bb)	Hintergrund der Bestimmung in Art. 22 MiFID I-DVO .....	177
(1)	Zweck der MiFID I und der MiFID I-DVO .....	177
(2)	Begriff des systematischen Internalisierers und dessen Pflichten .....	179
(3)	Begriff der liquiden Aktie im Sinne der MiFID I-DVO und dessen Zweck .....	181
cc)	Übertragbarkeit dieser Wertungen auf die Übernahmerichtlinie .....	182
dd)	Anwendungsbeispiel .....	183
ee)	Hintergrund der Werte des Art. 22 Abs. 1 MiFID I-DVO .....	184
ff)	Implikationen des Hintergrundes der MiFID I-DVO .....	185
b)	Übertragbarkeit wegen des Ursprungs im Lamfalussy-Verfahren .....	185
aa)	Das <i>Lamfalussy</i> -Verfahren .....	186
bb)	Die Stufen des <i>Lamfalussy</i> -Rechtssetzungsverfahrens .....	187
cc)	Kompetenz für Erlass der Übernahmerichtlinie .....	187
dd)	Bedeutung für Art. 22 Abs. 1 MiFID I-DVO .....	188
c)	Einheitlicher Liquiditätsbegriff im Unionsrecht .....	189
aa)	Verschiedene Regelungen zur Liquidität .....	189
bb)	Einheitlicher Liquiditätsbegriff im Lichte von Gleichheitsgesichts- punkten .....	190
cc)	Kein einheitlicher Liquiditätsbegriff .....	191
d)	Art. 1 Abs. 1 MiFIR-DVO .....	191
e)	Nichtregelung als Regelung .....	192
f)	Regelungen in anderen europäischen Ländern .....	193
g)	Fazit der systematischen Erwägungen .....	194
4.	Teleologische Auslegung .....	195
5.	Fazit zu der Auslegung der Richtlinie in Thesenform .....	195
IV.	Richtlinienkonforme Auslegung .....	196
1.	Pflicht zur richtlinienkonformen Auslegung .....	196
2.	Ablauf der richtlinienkonformen Auslegung .....	197
3.	Auslegung des §31 Abs. 2 S. 1 WpÜG im Lichte der Übernahmerichtlinie ..	198
V.	Ergebnis zur Auslegung des Liquiditätsbegriffes in Thesenform .....	198

<b>E. Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes</b> .....	200
I. Determinanten der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes .....	200
1. Markttiefe .....	201
2. Marktbreite .....	201
3. Erholungsfähigkeit des Marktes .....	202
4. Zwischenfazit zu den Determinanten der Aufnahmefähigkeit .....	202
II. Bisherige Auseinandersetzung mit den Kriterien der Einzelfallbeurteilung .....	203
III. Entscheidende Determinante für die Liquidität von Tauschaktien im Sinne des § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG .....	204
1. Veräußerbarkeit .....	205
2. Größe der Aktienpakete .....	206
3. Zeitpunkt der Veräußerbarkeit .....	207
4. Fazit zu der entscheidenden Determinante .....	207
IV. Umstände für die Annahme ausreichender Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes .....	209
1. Möglicher Anknüpfungspunkt für die Annahme ausreichender Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes .....	209
2. Eigener Lösungsvorschlag .....	210
3. Weitere heranzuziehende Kriterien .....	212
a) Verhältnis der Bieter- und Zielgesellschaft .....	213
b) Vorheriges Handelsverhalten als Indikator .....	213
c) Beauftragung von <i>Designated Sponsors</i> .....	214
d) <i>Standstill Agreements</i> und <i>Lock-Up</i> -Vereinbarungen .....	214
e) Index-Listing .....	215
f) Zwischenergebnis zu den weiteren Kriterien .....	215
4. Zwischenfazit zu Kriterien der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes .....	215
V. Streubesitz und Relevanter Markt der Bieteraktie .....	216
1. Bestimmung des Streubesitzes .....	216
2. Relevanter Markt in der BaFin Praxis .....	216
3. Vorgaben des Gesetzgebers .....	217
4. Ansichten der Literatur .....	218
5. Fazit zum relevanten Markt der Aktie .....	219
VI. Fazit zur Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes in Thesenform .....	220
<b>F. Das Gestattungsverfahren der BaFin</b> .....	222
I. Die Grundsätze des Verwaltungsverfahrens .....	223

1. Amtsermittlungsgrundsatz .....	223
2. Beweismaß und Beweislast .....	224
a) Beweismaß .....	224
b) Beweislast .....	224
3. Gerichtliche Kontrolle .....	225
4. Implikationen der verwaltungsverfahrenrechtlichen Grundsätze .....	226
II. Ansätze der Literatur .....	226
III. Gestattung als Verwaltungsverfahren .....	227
1. Ermittlung des entscheidungserheblichen Sachverhaltes (Prognosebasis) ...	228
a) Kriterien für eine ausreichende Prognosebasis .....	229
b) Merkblatt „Liquidität von Tauschaktien“ .....	232
c) Zwischenfazit zur Ermittlung des entscheidungserheblichen Sachverhaltes	235
2. Würdigung der Prognosebasis (Prognoseschluss) .....	235
a) Erforderliches Beweismaß .....	236
b) Objektive Beweislast (Feststellungslast) .....	238
aa) Unterscheidung zwischen präventiven und repressiven Verboten ...	239
bb) Besonderheiten im Rahmen des Gestattungsverfahrens .....	240
c) Offensichtlichkeit des Rechtsverstoßes .....	242
aa) Beurteilung durch Rechtsprechung und BaFin .....	243
bb) Literaturansichten .....	243
cc) Stellungnahme .....	244
(1) Maßstab der Offensichtlichkeit .....	244
(2) Besonderheit bei Prognosen .....	247
(3) Klärung offener Rechtsfragen .....	249
dd) Zwischenfazit zum Kriterium der Offensichtlichkeit .....	252
3. Kontrolldichte behördlicher Prognosen .....	253
a) Gerichtliche Kontrolle behördlicher Prognosen .....	253
b) Grenze durch gerichtliche Kontrolle .....	255
c) Implikationen für die Ausgestaltung der Prognose .....	255
IV. Fazit zum Gestattungsverfahren der BaFin in Thesenform .....	255
<b>G. Ergebnisse in Thesenform .....</b>	<b>257</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>261</b>
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>279</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. F.	alte Fassung
a. M.	am Main
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AULA	Angebotsunterlage(n)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
Biofrontera-Beschluss	OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 11. 1. 2021 – WpÜG 1/20
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BT-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
DÖV	Die Öffentliche Verwaltung
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
Ebd.	Ebenda
EBOR	European Business Organization Law Review
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende(r) (Singular)
ff.	folgende (Plural)
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift

GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Hrsg.	Herausgeber
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
JZ	Juristenzeitung
KG	Kammergericht
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
MiFID I	Finanzmarktrichtlinie I
MiFID I-DVO	Finanzmarktrichtlinie I Durchführungsverordnung
MiFID II	Finanzmarktrichtlinie II
MiFIR	Finanzmarktverordnung
MiFIR-DVO	Finanzmarktverordnung Durchführungsverordnung
n. F.	Neue Fassung
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Number
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
S.	Seite
sog.	sogenannt; sogenannte; sogenannter
Urt.	Urteil
US	United States
v.	vom/von
VerwArch	Verwaltungsarchiv
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngV	WpÜG-Angebotsverordnung
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZiB	Zeitschrift für internationale Beziehungen
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung

## A. Einleitung

### I. Einführung in die Problematik

Der Ablauf einer öffentlichen Übernahme wird vornehmlich durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) geprägt. Die Anforderungen, die an die Gegenleistung bei einem solchen Übernahmeangebot gestellt werden, sind in § 31 WpÜG geregelt. Nach § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG ist den Aktionären der Zielgesellschaft eine angemessene Gegenleistung anzubieten. S. 2 konkretisiert das Angemessenheitskriterium dahingehend, dass bei der Bestimmung der Angemessenheit der durchschnittliche Börsenkurs und Vorerwerbe zu berücksichtigen sind. Art und Weise der Gegenleistung hat nach Maßgabe von Abs. 2 S. 1 zu erfolgen. Demnach hat die Gegenleistung in einer Geldleistung in Euro oder in liquiden Aktien zu bestehen, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Abs. 2 S. 2 konkretisierte diese Vorgaben im Falle einer Aktiengegenleistung dahingehend, dass Inhabern von stimmberechtigten Aktien als Gegenleistung ebenfalls Aktien mit Stimmrecht angeboten werden müssen. Bei dem Begriff der liquiden Aktien i. S. v. Abs. 2 S. 1 handelt es sich um einen unbestimmten Rechtsbegriff, welcher auslegungsbedürftig ist. Das hierin liegende Auslegungsproblem steht im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit. Dabei wird insbesondere die Frage aufgeworfen, welche Anforderungen an die Liquidität der Tauschaktien zu stellen sind, um als adäquate Pflichtgegenleistung im Sinne des § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG gelten zu können.

Anlass für diese Untersuchung ist ein Beschluss des OLG Frankfurt a. M.,<sup>1</sup> der die Anforderungen deutlich verschärft, die bisher an die Liquidität von Tauschaktien gestellt wurden (Biofrontera-Beschluss). Diese Verschärfung führt dazu, dass – wie der Senat selbst erkannte – ein Großteil der deutschen Aktiengesellschaften von der Möglichkeit eines Tauschangebotes ausgeschlossen wird.<sup>2</sup> Die Wahl eines formalen Kriteriums zur Bestimmung der Liquidität, welches mitersächlich für diese Ausschlusswirkung ist, wird damit begründet, dass dies zu Rechtssicherheit führe und somit die mit der Vorschrift verbundenen Schutzzwecke erreiche.<sup>3</sup>

Die Reaktionen der Literatur auf den Biofrontera-Beschluss sind durchgehend kritisch und bemängeln insbesondere das formale Vorgehen und die hohen Anforderungen, die dadurch an die Liquidität gestellt werden. Zwar wurde das Ziel der

---

<sup>1</sup> OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 11. 1. 2021 – WpÜG 1/20 = NZG 2021, 1127.

<sup>2</sup> OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 11. 1. 2021 – WpÜG 1/20 = NZG 2021, 1127 (1134) Rn. 166.

<sup>3</sup> OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 11. 1. 2021 – WpÜG 1/20 = NZG 2021, 1127 (1134) Rn. 163.

Schaffung von Rechtssicherheit grundsätzlich begrüßt, die Wahl des Art. 22 Abs. 1 Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-Durchführungsverordnung<sup>4</sup> zur Bestimmung der Liquidität jedoch als übermäßig restriktiv bewertet.<sup>5</sup> Manche Autoren sprechen gar davon, das Abstellen auf diese Grenzwerte schränke den Anwendungsbereich von Tauschaktien unangemessen ein.<sup>6</sup> Jedenfalls sei eine „one-size-fits-all“-Lösung, welche sich an starren Kriterien orientiere, nicht sachgerecht und im Ergebnis nicht überzeugend.<sup>7</sup> Zudem sei durch die übermäßige Beschränkung von Aktien als Gegenleistung ein Schaden für den Finanzstandort Deutschland möglich.<sup>8</sup> Diese Aspekte sind besonders relevant, da die Auswirkungen der Verschärfung der Anforderungen zur Bestimmung der Liquidität auf die Praxis enorm sind:<sup>9</sup> Unter diesen Anforderungen würden alle, bis auf 80 der in Deutschland börsennotierte Unternehmen, von der Möglichkeit eines Aktientausches ausgeschlossen werden.<sup>10</sup> Es wird gar plakativ angeführt: „*Bad cases make bad law.*“<sup>11</sup>

## II. Gang der Untersuchung

Im Folgenden erfolgt zunächst eine Einführung in die Grundsätze von Unternehmensübernahmen, um das Fundament für die darauffolgende Auslegung zu legen (B.). Daran anschließend werden der Beschluss des OLG Frankfurt a.M. sowie die Anwendung der darin aufgestellten Kriterien in der Praxis der BaFin dargestellt (C.). Sodann wird eine Bestimmung der Liquiditätskriterien anhand der klassischen Auslegungsmethoden durchgeführt, wobei zunächst eine Auslegung vor nationalem Hintergrund und anschließend der Vorgaben der Richtlinie erfolgt, um zu ermitteln, ob eine richtlinienkonforme Auslegung des Liquiditätskriteriums notwendig ist (D.).

Die vorliegende Arbeit wird darüber hinaus einen holistischen Ansatz im Rahmen der Beurteilung des Liquiditätskriteriums aufzeigen. Um dies zu tun, wird im Anschluss an die Auslegung des Liquiditätskriteriums die für die Liquidität

---

<sup>4</sup> Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie (MiFID I-DVO).

<sup>5</sup> *Brandi/Kiefer*, ZIP 2021, 1382 (1388); *Süßmann*, in: Angerer/Brandi/Süßmann, § 31 WpÜG Rn. 11.

<sup>6</sup> *Kuthe/Hübner*, AG 2021, 352 (353).

<sup>7</sup> *Kiefner/Kiesewetter*, BKR 2021, 265 (269).

<sup>8</sup> *Cascante/Weigel*, NZG 2021, 1110 (1117).

<sup>9</sup> *Kiefner/Kiesewetter*, BKR 2021, 265 (265).

<sup>10</sup> *Cascante/Weigel*, NZG 2021, 1110 (1115); *Haßler*, GWR 2021, 167; *Kremer/Kulenkamp*, in: Hirte/Seibt, § 31 WpÜG Rn. 32.

<sup>11</sup> *Herfs*, Probleme beim Cross-Border-Tauschangebot, in: Öffentliche Unternehmensübernahmen, S. 155 (166).

der Tauschaktien maßgebliche Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes untersucht (E.). Die Erkenntnisse der Auslegung des Liquiditätskriteriums und der Untersuchung der Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes werden abschließend in das Gestattungsverfahren der BaFin eingebettet, da die Bestimmung der Liquidität bei Tauschangeboten maßgeblich für die Gestattung der Veröffentlichung der Angebotsunterlage ist (F.).