

**Übernahmeangebote und sonstige  
öffentliche Angebote zum Erwerb von Aktien  
Ausgestaltungsmöglichkeiten und deren Beschränkung  
durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz**

Harald Wirtz<sup>\*)</sup>

**Diskussionbeitrag Nr. 353**

**2004**

\*) Dr. Harald Wirtz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Bank- und Finanzwirtschaft.



## Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>III</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>V</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>V</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>2 Grundlagen</b>	<b>2</b>
2.1 Öffentliche Angebote als Mittel zum Beteiligungserwerb	2
2.2 Kontrollerwerb durch öffentliche Angebote	4
<b>3 Handlungsfelder für die Ausgestaltung von öffentlichen Angeboten</b>	<b>7</b>
3.1 Überblick	7
3.2 Rechtliche Bindungswirkung	8
3.3 Art der Gegenleistung	9
3.4 Preisregeln	11
3.5 Art der nachgefragten Wertpapiere	13
3.6 Mengenregeln	14
3.7 Repartierungsregeln	15
3.8 Annahmefrist	17
3.9 Zusammenarbeit mit Finanzintermediären	18
3.10 Wiederholung und Änderung des Angebots	18
<b>4 Einschränkung der Ausgestaltungsmöglichkeiten durch das WpÜG</b>	<b>20</b>
4.1 Vorbemerkung	20
4.2 Anwendungsbereich und Angebotsarten	20
4.2.1 Überblick	20
4.2.2 Angebote zum Erwerb von Wertpapieren	23
4.2.3 Übernahmeangebote	24
4.2.4 Pflichtangebote	26
4.3 Allgemeine Grundsätze bei öffentlichen Angeboten	28
4.4 Besondere Pflichten des Bieters bei öffentlichen Angebote	31
4.4.1 Vorbemerkung	31
4.4.2 Rechtliche Bindungswirkung	31
4.4.3 Art der Gegenleistung	33

4.4.4	Preisregeln	35
4.4.5	Art der nachgefragten Wertpapiere	40
4.4.6	Mengenregeln	40
4.4.7	Zuteilungsregeln	41
4.4.8	Annahmefrist	42
4.4.9	Zusammenarbeit mit Finanzintermediären	43
4.4.10	Wiederholung und Änderung des Angebots	44
4.4.11	Zusammenfassung	45
4.4.12	Abschließendes Beispiel	47
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung und Wertung</b>	<b>50</b>

**Abbildungsverzeichnis**

Abb. 1:	Systematisierung von Formen des Beteiligungserwerbs	2
Abb. 2:	Mögliche Arten der Gegenleistung bei Übernahmen	10
Abb. 3:	Grundtypen von Preisregeln	11
Abb. 4:	Grundtypen von Mengenregeln	15
Abb. 5:	Grundtypen von Repartierungsregeln	16
Abb. 6:	Arten von Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren	21

**Tabellenverzeichnis**

Tab. 1:	Zulässige Aktiengattungen	13
Tab. 2:	Zusammenfassung der Pflichten des Bieters bei der Ausgestaltung von Angeboten	46



# 1 Einleitung

Öffentliche Angebote zum Erwerb von Aktien stellen eine von mehreren Möglichkeiten des Beteiligungserwerbs an einer Aktiengesellschaft dar. Richtet sich das Angebot auf börsennotierte Aktien deutscher Aktiengesellschaften, so wird seine Ausgestaltung seit dem Inkrafttreten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes am 1. Januar 2002 einer umfassenden gesetzlichen Regulierung unterworfen. Wie mit jeder Regulierung, so wird auch mit dieser mehr oder weniger stark in die Handlungsfreiheit der jeweils Betroffenen eingegriffen. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz legt vor allem dem Bieter umfangreiche Informations- und Meldepflichten sowie weitreichende Beschränkungen bezüglich der Ausgestaltung des Angebots auf. Als weitere elementare Regelung enthält das Gesetz eine Verpflichtung für denjenigen, der auf anderem Weg als durch ein Übernahmeangebot eine Beteiligung von über 30 % der Stimmrechte an einer Gesellschaft erwirbt, ein öffentliches Angebot zum Erwerb aller restlichen Aktien abzugeben (sog. Pflichtangebot), wobei dieses Angebot weitgehend den gleichen Vorschriften unterliegt wie ein Übernahmeangebot. Ein wesentliches Ziel, das mit diesen Regeln verfolgt wird, ist der Schutz der Minderheitsaktionäre einer Gesellschaft, die sich nach einer Übernahme erstmals einem kontrollierenden Großaktionär oder – falls es bereits vor der Übernahme einen solchen gegeben hat – einem neuen Kontrollinhaber gegenüber sehen.<sup>1</sup> Diesen Aktionären soll der Ausstieg aus der Gesellschaft zu einem angemessenen Preis ermöglicht werden.

In diesem Aufsatz sollen die verschiedenen Möglichkeiten für die Ausgestaltung von Übernahmeangeboten und sonstigen öffentlichen Angeboten systematisiert und die Beschränkung dieser Ausgestaltungsmöglichkeiten durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aufgezeigt werden. Zu diesem Zweck wird in Kapitel 2 zunächst das öffentliche Angebot als Mittel zum Beteiligungserwerb eingeordnet und der Begriff des Kontrollererwerbs problematisiert. Anschließend werden in Kapitel 3 Gestaltungsfelder für öffentliche Angebote erarbeitet. Diesen Gestaltungsfeldern werden Ausgestaltungsmöglichkeiten zugeordnet, die sich ohne gesetzliche Beschränkungen ergeben. In Kapitel 4 wird auf der entwickelten Systematik aufbauend gezeigt, welche dieser grundsätzlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten für solche Angebote, die dem Anwendungsbereich des Gesetzes unterfallen, noch zulässig sind und welche nicht mehr erlaubt sind. In Kapitel 5 werden einige wesentliche Ergebnisse zusammengefasst und einer Wertung unterzogen.

---

<sup>1</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 28, 34, 60.

## 2 Grundlagen

### 2.1 Öffentliche Angebote als Mittel zum Beteiligungserwerb

Zum Erwerb einer Beteiligung an einer Aktiengesellschaft sind verschiedene Wege gangbar. Sofern es sich um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt, kann hinsichtlich der Technik des Beteiligungserwerbs zunächst danach differenziert werden, ob die Aktien an der Börse oder außerbörslich erworben werden. Für den Fall des außerbörslichen Erwerbs kommen individuell ausgehandelten Käufe und öffentlichen (Übernahme-)Angebote in Frage.<sup>1</sup> Ist die Gesellschaft nicht an einer Börse notiert, so existieren allein diese beiden außerbörslichen Erwerbsmöglichkeiten. Damit ergeben sich die in der nachfolgenden Abbildung verdeutlichten Zusammenhänge.

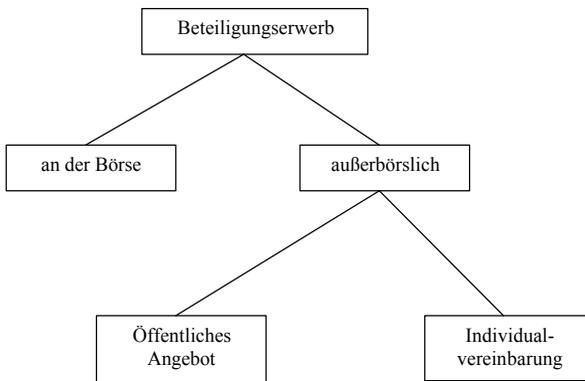


Abb. 1: Systematisierung von Formen des Beteiligungserwerbs (Quelle: HÖRNIG (1985), S. 31)

- Der **Beteiligungserwerb im Rahmen des üblichen Börsenhandels** setzt ein entsprechendes Angebot von Aktien an den Wertpapierbörsen voraus.<sup>2</sup> Da die im üblichen Verkehr börsentäglich umgesetzten Aktien nur einen geringen Bruchteil des gesamten Aktienbestandes ausmachen, wird man davon ausgehen können, dass der Aufbau einer größeren Beteiligung nur über ei-

<sup>1</sup> Vgl. SCHIERENBECK (1975), S. 357 – 361; KÜTING (1979), S. 1121; HÖRNIG (1985), S. 31.

<sup>2</sup> Vgl. KÜTING (1981), S. 251.

nen längeren Zeitraum möglich ist.<sup>1</sup> Dies wird insbesondere dann der Fall sein, wenn der Erwerb stillschweigend erfolgen soll.<sup>2</sup> So wird in der möglichen Geheimhaltung der Erwerbsabsicht bei gleichzeitigem sukzessiven Erwerb häufig ein Mittel zur Bewältigung von möglichen Widerständen gegen die geplante Übernahme gesehen (sog. *creeping-takeover*).<sup>3</sup>

- Ein zweiter grundsätzlicher Weg für den Beteiligungserwerb besteht in **Individualvereinbarungen** mit den derzeitigen Aktionären. Wegen der damit verbundenen Informations- und Verhandlungskosten erscheint dieser Weg nur dann sinnvoll, wenn hierdurch größere Beteiligungen von einzelnen Großaktionären oder Aktionärsgruppen erworben werden können (Paketkauf).<sup>4</sup> Dabei sind mitunter deutlich über dem aktuellen Börsenwert liegende Preise zu zahlen.<sup>5</sup> Die Differenz zum Börsenwert wird in der Literatur vielfach als Paketzuschlag oder Kontrollprämie bezeichnet.<sup>6</sup>
- Als dritte elementare Möglichkeit des Beteiligungserwerbs ist ein **öffentliches Angebot** zu sehen. Darunter soll hier die öffentliche Offerte eines Bieters an die Aktionäre des zu übernehmenden Unternehmens verstanden werden, deren Aktien zu festgelegten Konditionen innerhalb einer gewissen Frist zu erwerben.<sup>7</sup> Der Erwerb erfolgt typischerweise außerhalb des Börsenhandels; eine Abwicklung des eigentlichen Kaufs über die Börse ist zwar prinzipiell denkbar, aber in der Praxis vollkommen unüblich. Daher wird das öffentliche Angebot in dieser Systematik als außerbörsliches Erwerbsinstrument eingeordnet. Als öffentlich ist das Angebot anzusehen, wenn es sich an eine Vielzahl von potenziellen Verkäufern wendet. Wenn die angestrebte Beteiligung zum Kontrollerwerb ausreicht, soll auch von **Übernahmeangebot** gesprochen werden. Auch bei Übernahmeangeboten ist davon auszugehen, dass ein über dem aktuellen Aktienkurs liegender Preis geboten

---

<sup>1</sup> Vgl. SCHIERENBECK (1975), S. 358 – 359; KÜTING (1981), S. 251 – 254; HÖRNIG (1985), S. 31.

<sup>2</sup> Vgl. SCHIERENBECK (1975), S. 364; MICHALSKI (1997), S. S. 153; SCHUSTER/RUDOLF (1999), S. 47.

<sup>3</sup> Vgl. SCHIERENBECK (1975), S. 364; KLEIN (1997), S. 2085.

<sup>4</sup> Vgl. SCHIERENBECK (1975), S. 361; BECKER (1990), S. 218; FLASSAK (1995), S. 152 – 153; KLEIN (1997), S. 2085; MICHALSKI (1997), S. 153.

<sup>5</sup> Vgl. BUSCH (1996), S. 50; FLASSAK (1995), S. 153; BOHRER (1997), S. 8 – 9.

<sup>6</sup> Vgl. z.B. BUSCH (1996), S. 50; SCHUSTER/RUDOLF (1999), S. 47; mit konkreten Vorschlägen zur Bemessung: BURKART/GROMB/PANUNZI (1998), S. 1 – 34.

<sup>7</sup> Vgl. (mit im Detail teilweise unterschiedlichen Definitionen): MEIER-SCHATZ (1987), S. 19; ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 8; IMMENGA/NOLL (1990), S. 18 – 19; KUHR (1992), S. 12; HAUSCHKA/ROTH (1992), S. 182.

bzw. bezahlt werden muss.<sup>1</sup> Die Differenz kann wiederum als Kontrollprämie interpretiert werden.<sup>2 3</sup> Eine genauere Beschreibung der grundsätzlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten für öffentliche Angebote erfolgt in Kapitel 3.

Die drei beschriebenen Formen des Aktienerwerbs können auch in vielfacher Weise miteinander kombiniert werden. So ist z.B. denkbar, dass ein Bieter zunächst anonym Käufe an der Börse tätigt und erst nach Erreichen einer kleineren Beteiligung ein öffentliches Angebot macht. Parallel dazu könnten – sofern vorhanden – Pakete von einzelnen Großaktionären außerhalb der Börse gekauft werden.<sup>4</sup>

## 2.2 Kontrollerwerb durch öffentliche Angebote

Ist ein öffentliches Angebot darauf gerichtet, die Kontrolle über eine Aktiengesellschaft zu erlangen, so wird von einem Übernahmeangebot gesprochen. Unter Kontrolle soll in diesem Zusammenhang die Befugnis zur Festlegung der Ziele und Bestimmung der Geschäftspolitik verstanden werden. In einem marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftssystem steht diese Kontrolle grundsätzlich den Eigentümern zu. Zwar können sich die Eigentümer angestellter Geschäftsführer bedienen, die unter Umständen sehr frei über die Unternehmensressourcen bestimmen können, dennoch ist die Kontrolle, die von diesen Personen ausgeübt wird, nur *derivativer Natur*. Es wird hier insofern auf die *originäre Kontrolle*, die durch das Eigentum am Unternehmen vermittelt wird, abgestellt.

Sofern es nur einen Eigentümer gibt, so ist dieser zugleich alleiniger Kontrollinhaber. Weniger eindeutig ist der Sachverhalt, wenn es mehrere Eigentümer gibt, wie es bei Aktiengesellschaften geradezu typisch ist. In diesem Fall stellt sich unweigerlich die Frage, wie hoch eine quotale Beteiligung sein muss, damit ihr Inhaber die Kontrolle über die Gesellschaft innehat. Da mit verschiedenen hohen Beteiligungsquoten ein jeweils unterschiedlicher Umfang von Einflussmöglichkeiten einhergeht, sind grundsätzlich verschiedene Abstufungen denkbar. In der Literatur werden als Kontrollquoten etwa

---

<sup>1</sup> Vgl. HIRT (1989), S. 54; BECKER (1990), S. 218..

<sup>2</sup> Vgl. COHEN (1998), S. 580 – 581.

<sup>3</sup> Eine empirische Untersuchung von BRADLEY kam zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Prämie in den betrachteten 161 erfolgreichen Übernahmefällen 49 % (bezogen auf den Börsenkurs zwei Monate vor der Bekanntgabe des öffentlichen Angebots als Referenzbasis) betrug. Vgl. BRADLEY (1980).

<sup>4</sup> Vgl. KÜTING (1978), S. 1753; KLUG (2001), S. 43.

- die hundertprozentige Beteiligung,
- die Eingliederungsbeteiligung ( $\geq 95\%$ ),
- die Dreiviertelmehrheit ( $\geq 75\%$ ),
- die Mehrheitsbeteiligung ( $> 50\%$ ) oder
- die Sperrminorität ( $> 25\%$ )

genannt.<sup>1</sup>

Die genannten Quoten stellen aktienrechtlich fixierte Grenzen dar, die für bestimmte wesentliche Entscheidungen der Hauptversammlung mindestens notwendig sind. Dabei ist allerdings zu beachten, dass es für eine Reihe von Entscheidungen bereits genügt, wenn der genannte Prozentsatz am bei der Beschlussfassung vertretenen Kapital erreicht wird, sodass im Einzelfall auch schon ein geringerer Anteil am gesamten Grundkapital ausreicht, um eine geplante Maßnahme durchzusetzen. So eröffnet z.B. eine Mehrheit von  $\frac{3}{4}$  des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals die Möglichkeit des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages, mit dem die Aktiengesellschaft einem anderen Unternehmen weisungsgebunden unterstellt wird.<sup>2</sup> Die einfache Mehrheit in der Hauptversammlung ermöglicht u.a. die Besetzung des Aufsichtsrates,<sup>3</sup> welcher wiederum den Vorstand bestellt.<sup>4</sup> Daneben ist zu berücksichtigen, dass für zahlreiche Hauptversammlungsentscheidungen in der Satzung abweichende Kapitalmehrheiten bestimmt werden können. Das Vorliegen von Kontrolle stellt im betrachteten Fall also keinen binären Zustand dar, sondern ein Kontinuum an mehr oder minder starken Einflussmöglichkeiten des Kontrollinhabers.

Bei der Festlegung, wann von Kontrolle gesprochen werden soll, ergeben sich zwei gedanklich zu trennende Problembereiche:

- Zunächst ist die Kontrollintensität festzulegen, die mindestens vorliegen muss. Hierunter soll der Umfang oder Grad der Beeinflussungsmöglichkeiten verstanden werden, bei deren Vorliegen von Kontrolle gesprochen werden soll. Die Kontrollintensität konkretisiert sich in einem Anteil an dem in einer Hauptversammlung *vertretenen Kapital*.

---

<sup>1</sup> Vgl. EISENHOFER (1970), S. 12; KÜTING (1979), S. 1120; SCHUBERT/KÜTING (1981) (1981), S. 245 – 247; LUCKS/MECKL (2002), S. 26 – 27.

<sup>2</sup> Vgl. § 293 Abs. 1 AktG.

<sup>3</sup> Vgl. §§ 101 Abs. 1 i.V.m. § 133 AktG. Es besteht allerdings die Möglichkeit, in der Satzung einen höheren Prozentsatz festzulegen.

<sup>4</sup> Vgl. § 84 Abs. 1 AktG.

- Hiervon zu unterscheiden ist die Frage, bei welchem Anteil am *Grundkapital* davon ausgegangen werden kann, dass der Stimmenanteil in der Hauptversammlung groß genug ist, um die gewählte Kontrollintensität zu erreichen.

Die Lösung für beide Problembereiche ist vom Zweck der Betrachtung abhängig. Bezüglich der **Kontrollintensität** können zwei grundsätzliche Sichtweisen unterschieden werden:

- Die Kontrollintensität kann einerseits an den Zielen des Übernehmers ausgerichtet sein. Diese Betrachtungsweise stellt allein auf die individuellen Absichten des Übernehmers ab.<sup>1</sup>
- Andererseits wird vielfach versucht, eine allgemeingültige Intensität festzulegen, bei der Kontrolle in allen denkbaren Fällen vorliegen soll. Als solche wird häufig die Kontrollintensität angesehen, die durch eine Hauptversammlungsmehrheit vermittelt wird.<sup>2</sup> Dies ist insofern nahe liegend, da diese Beteiligungshöhe insbesondere durch eine Neubesetzung des Vorstands die Bestimmung der laufenden Geschäftsführung ermöglicht. Selbst wenn (zunächst) keine personelle Neubesetzung erfolgt, dürfte das allein mit der Möglichkeit verbundene Drohpotential in vielen Fällen bereits ausreichen, um auch den bestehenden Vorstand entsprechend beeinflussen zu können.

Die Festlegung der **Quote am Grundkapital** ergibt sich im zweiten Schritt bei feststehender Kontrollintensität als Ergebnis einer Prognose über die Präsenz kommender Hauptversammlungen. Eine solche Prognose kann immer nur subjektiv vorgenommen werden. Dennoch können auch hier zwei unterschiedliche Herangehensweisen unterschieden werden:

- Die Prognose kann für einen konkreten Einzelfall vorgenommen werden und dessen individuelle Gegebenheiten berücksichtigen.
- Alternativ dazu kann versucht werden, eine für alle Fälle gültige Quote am Grundkapital zu finden, bei der typischerweise die festgelegte Kontrollintensität erreicht wird.

Aus der Kombination der beiden grundsätzlichen Ausprägungen der Lösungsansätze für die dargestellten beiden Problembereiche ergeben sich vier idealtypische Möglichkeiten zur Bestimmung der Kontrollquote. Welche Vorgehensweise sinnvoll ist, kann nicht allgemeingültig beantwortet werden, sondern ist vom Zweck der Untersuchung abhängig.

---

<sup>1</sup> So z.B. KLUG (2001), S. 39.

<sup>2</sup> Vgl. z.B. WATTER (1990), S. 29; STRASSER (2000), S. 5.

## **3 Handlungsfelder für die Ausgestaltung von öffentlichen Angeboten**

### **3.1 Überblick**

Öffentliche Angebote wurden oben als eine von mehreren denkbaren Arten des Beteiligungserwerbs an einer Aktiengesellschaft beschrieben.<sup>1</sup> Die zulässigen Ausgestaltungsmöglichkeiten für öffentliche Angebote werden durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz erheblich eingeschränkt. Daher soll an dieser Stelle zunächst eine Systematisierung und Beschreibung der prinzipiell möglichen Gestaltungsalternativen vorgenommen werden. Es wird also von dem durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vorgegebenen gesetzlichen Rahmen zunächst noch abstrahiert. In die entwickelte Systematik werden auch verschiedene in der Literatur beschriebene Erscheinungsformen eingeordnet. Auf diesen Ausführungen aufbauend wird im folgenden Kapitel 4 untersucht, inwieweit die aufgezeigten Alternativen nach den Regelungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes rechtlich erlaubt sind. Als wesentliche Gestaltungsfelder für öffentliche Übernahmeangebote sind zu nennen:

- Rechtliche Bindungswirkung,
- Art der Gegenleistung,
- Preisregeln,
- Art der nachgefragten Wertpapiere,
- Mengenregeln,
- Zuteilungsregeln,
- Annahmefrist,
- Zusammenarbeit mit Finanzintermediären sowie
- Wiederholung und Änderung des Angebots.

Die einzelnen Felder mit ihren Wahlmöglichkeiten werden im Nachfolgenden genauer beschrieben.

---

<sup>1</sup> Vgl. Abschnitt 2.1.

### 3.2 Rechtliche Bindungswirkung

Hinsichtlich der rechtlichen Bindungswirkung kann grundsätzlich danach unterschieden werden, ob die Offerte als rechtlich verbindliches Angebot oder als Aufforderung an die Aktionäre, ihre Aktien anzubieten, formuliert ist.<sup>1</sup>

Das Angebot ist **rechtlich verbindlich**, wenn es die Vertragsbedingungen in einer Weise vollständig zusammenfasst, dass der Aktionär durch bloße Annahmeerklärung den Kaufvertrag wirksam entstehen lassen kann, und wenn es den Rechtsfolgenwillen erkennen lässt.<sup>2</sup>

Die **Aufforderung, ein Angebot abzugeben** (*invitatio ad offerendum*), stellt demgegenüber keine rechtlich verbindliche Willenserklärung dar, da ihr der Rechtsfolgenwille fehlt.<sup>3</sup> Sie ermöglicht die Entscheidung über die Annahme der einzelnen Angebote in Kenntnis der gesamten abgegebenen Gebote vonseiten der Aktionäre. Insofern stellt diese Form des öffentlichen Angebots nichts anderes dar als ein Zeichungsverfahren, wie man es von der Emission von Wertpapieren kennt. Der grundsätzliche Unterschied besteht allein darin, dass bei der Emission Wertpapiere *angeboten* und beim öffentlichen (Übernahme-)Angebot *nachgefragt* werden. Insofern lassen sich eine Reihe von Erkenntnissen, die in Bezug auf Emissionsverfahren gewonnen wurden, auch auf öffentliche Angebote übertragen.

Das Angebot kann weiterhin mit verschiedenen aufschiebenden oder auflösenden **Bedingungen** oder **Rücktrittsvorbehalten** ausgestattet sein, die die Rechtsverbindlichkeit des Angebots einschränken.<sup>4</sup> Ein Interesse des Bieters an solchen Bedingungen kann sich insbesondere aus der Gefahr der Änderung wesentlicher Rahmendaten im Laufe des Angebotsverfahrens ergeben. Unter Umständen müssen auch noch bestimmte kartellrechtliche oder sonstige Erlaubnisse eingeholt werden. Von besonderem Interesse für den Bieter dürfte die mögliche Bedingung sein, dass das öffentliche Angebot nur gilt, wenn eine bestimmte Mindestbeteiligung erreicht werden kann.<sup>5</sup> Auf diese Weise kann der Bieter sicherstellen, dass er bei Nichterreichen der Zielstimmrechtsquote nicht gezwungen ist, eine Beteili-

---

<sup>1</sup> Vgl. WERNER (1989), S. 10; ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 83; RIEMER/SCHRÖDER (2001), S. 4.

<sup>2</sup> Vgl. LARENZ/WOLF (1997), S. 575 – 576; HEINRICH (2003), § 145 Rn. 1 – 2.

<sup>3</sup> Vgl. LARENZ/WOLF (1997), S. 576; HEINRICH (2003), § 145 Rn. 2.

<sup>4</sup> Vgl. KÜTING (1981), S. 257; ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 88, 93.

<sup>5</sup> Vgl. OTTO (1988), S. 4; SCHMID (1999), S. 405.

gung zu erwerben, die ohne den gewünschten Stimmrechtsanteil unter Umständen für ihn von deutlich geringerem Wert ist.<sup>1</sup>

Umgekehrt kann der Bieter aber auch dem Aktionär für den Zeitraum nach der Erklärung der Annahme bis zum Ablauf der Annahmefrist ein Rücktrittsrecht einräumen. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft kann dies vor allem dann von Vorteil sein, wenn sich innerhalb dieser Frist andere, bessere Verkaufsgelegenheiten ergeben, etwa weil ein konkurrierendes Angebot zu günstigeren Konditionen durch einen anderen Bieter erfolgt.<sup>2</sup> Für den Bieter sind mit der Einräumung eines Rücktrittsrechts sowohl Vorteile als auch Nachteile verbunden. Einerseits besteht zwar die Gefahr, dass Aktionäre die das Angebot bereits angenommen haben, hiervon zurücktreten, andererseits kann aber die Nichtgewährung eines Rücktrittsrechts dazu führen, dass die Zielgesellschaftsaktionäre in Erwartung besserer Verkaufsgelegenheiten ihre Annahmeerklärung verzögern.<sup>3</sup>

### 3.3 Art der Gegenleistung

Als Gegenleistung kommen grundsätzlich sämtliche Vermögenswerte in Frage, insbesondere aber Barmittel oder Wertpapiere.<sup>4</sup> Abb. 2 liefert eine Übersicht über mögliche Gegenleistungen.

---

<sup>1</sup> Vgl. KÜTING (1978), S. 1753.

<sup>2</sup> Vgl. RIEHMER/SCHRÖDER (2001), S. 13.

<sup>3</sup> Vgl. RIEHMER/SCHRÖDER (2001), S. 6 – 7.

<sup>4</sup> Vgl. PELTZER (1986), S. 292; KLUG (2001), S. 43. Zum Auswahlproblem vgl. RAPPAPORT/SIOWER (1999), LANGNER (1999),

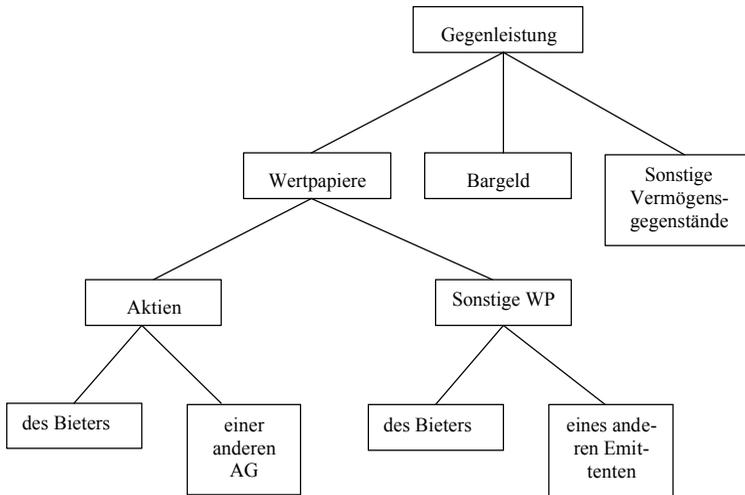


Abb. 2: Mögliche Arten der Gegenleistung bei Übernahmen

Bei Wertpapieren kann danach unterschieden werden, ob es sich um Aktien oder andere Wertpapiere handelt. Sofern es sich beim Übernehmer seinerseits um eine Aktiengesellschaft handelt, kann er eigene Aktien als Gegenleistung anbieten. Diese können entweder aus einem gehaltenen Eigenbestand oder aus einer zu diesem Zweck vorgenommenen Kapitalerhöhung stammen. In diesem Fall tauscht der Verkäufer seine Aktionärsstellung in der Zielgesellschaft gegen die Mitgliedschaft in der Übernahmegesellschaft. Ebenso können aber auch Aktien anderer Unternehmen hergegeben werden. Dies können Tochterunternehmen des Bieters oder auch sonstige Unternehmen sein.<sup>1</sup>

Als sonstige Wertpapiere kommen insbesondere Anleihen in Betracht. In diesem Fall hat der Übernehmer die Möglichkeit, eigens zu diesem Zweck Schuldverschreibungen zu emittieren, mit denen er die erworbenen Aktien bezahlen kann. Damit kann er die Anteile sozusagen im Rahmen des Kreditkaufs von den bisherigen Aktionären erwerben. Werden Wertpapiere anderer Emittenten gehalten, können auch diese als Gegenleistung angeboten werden.

Die hier genannten Arten von Gegenleistungen können allein oder nebeneinander angeboten werden, sodass die Aktionäre ein Wahlrecht haben.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Vgl. näher zu Aktien als Akquisitionswährung: SCHMITZ (1999).

<sup>2</sup> Vgl. KÜTING (1978), S. 1753.

### 3.4 Preisregeln

Das Ergebnis des Übernahmeprozesses mittels öffentlichen Angebots ist im Kern dadurch bestimmt, zu welchem Preis wie viele Aktien von wem erworben wurden. Zentrales Gestaltungsfeld für dieses Ergebnis sind die Regeln zur Preisfestlegung, Mengenfestlegung und Repartierung, welche eng miteinander verzahnt und interdependent sind.<sup>1</sup>

Preisregeln können grundlegend danach unterschieden werden, ob der Preis angebotsorientiert festgelegt wird oder nicht.<sup>2</sup>

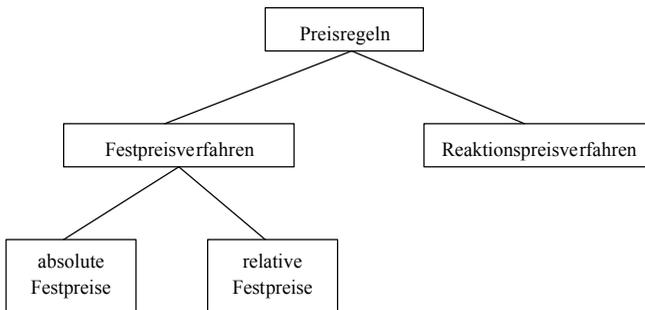


Abb. 3: Grundtypen von Preisregeln

Die nicht angebotsorientierte Festlegung kann auch als **Festpreisverfahren** bezeichnet werden.<sup>3</sup> Sie zeichnet sich dadurch aus, dass der Preis einseitig vom Bieter unabhängig von konkreten Angeboten festgelegt wird. Das bedeutet nicht, dass hierbei nicht etwa auch die erwartete Angebotslage bei der Preisfestlegung berücksichtigt würde, das Angebot wird nur nicht explizit erhoben. Der Preis kann im einfachsten Fall eindeutig numerisch fixiert sein (**absoluter Festpreis**). Er kann jedoch auch nur durch eine im Vorhinein festgelegte Rechenregel an eine andere (orderunabhängige) Größe gekoppelt sein und erst am Ende der Angebotslaufzeit numerisch konkretisiert werden (**relativer Festpreis**).<sup>4</sup> Als Bezugs-

<sup>1</sup> Die nachfolgende Darstellung von Preis-, Mengen- und Repartierungsregeln ist orientiert an zwei im Kern ähnlichen Systematisierungen entsprechender Regeln bei Emissionsverfahren von BITZ und TERSTEGE, die hier mit einigen Modifikationen auf öffentliche Angebote zum Aktienerwerb übertragen werden. Vgl. TERSTEGE (2002), S. 7 – 13; BITZ (2003), S. 74 – 95.

<sup>2</sup> Ähnlich KÜTING (1978), S. 1753.

<sup>3</sup> Vgl. ESCHER-WEINGART/KÜBLER (1998), S. 546.

<sup>4</sup> Vgl. RIEMER/SCHRÖDER (2001), S. 5; BITZ (2003), S. 80 – 81 (für Emissionen).

größe kommen theoretisch alle beobachtbaren Größen bis hin zu lotterieähnlichen Preisauslosungen in Betracht, vor allem aber wohl bestimmte Aktienindizes, der Kurs der Aktien der Zielgesellschaft zu einem bestimmten Stichtag oder auch, wenn es sich beim Übernehmer selbst um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt, der Kurs deren Aktien.

Als **Reaktionspreisverfahren** sollen dagegen alle Verfahren bezeichnet werden, in denen der Preis, zu dem die Aktien gekauft werden sollen, erst am Ende der Laufzeit des Übernahmeangebots angebotsabhängig festgelegt wird. Die Orders der Aktionäre müssen dafür – anders als beim Festpreisverfahren – nicht nur mengenmäßig bestimmt sein, sondern auch unter Angabe des Mindestpreises abgegeben werden, zu dem die Aktionäre zum Verkauf bereit sind. Die Festlegung des Preises erfolgt dann nach einer formalisierten Regel oder nach Ermessen des Bieters. Gekauft werden nur Aktien, die zu einem Limit nicht oberhalb des festgesetzten Preises angeboten wurden. Bei genau auf den festgelegten Preis limitierten Angeboten besteht u.U. die Notwendigkeit der Repartierung.

Bei sämtlichen dargestellten Verfahren besteht ein weiterer Gestaltungsparameter in der Möglichkeit der **Preisdifferenzierung**. Diese kann insbesondere an persönlichen Merkmalen der Aktionäre oder an Merkmalen ihrer Orders anknüpfen. Besondere empirische Relevanz scheinen dabei eine Preisdifferenzierung nach dem zeitlichen Ordereingang und nach dem Limit zu haben.<sup>1</sup> So finden sich in der Literatur Hinweise auf in den Vereinigten Staaten durchgeführte sog. *Two-Tier-Offers*. Darunter wird ein Angebot verstanden, bei dem die Laufzeit in zwei Zeiträume eingeteilt ist. Schließen die Aktionäre im ersten Zeitabschnitt ab, so erhalten sie einen höheren Preis.<sup>2</sup> Wird den Aktionären bei Reaktionspreisverfahren genau der von ihnen geforderte Preis gezahlt, so spricht man auch von einem sog. *amerikanischen Tender*.<sup>3</sup> Werden dagegen alle Aktien zu einem Einheitskurs erworben, wird dies als *holländischer Tender* bezeichnet.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 85, mit empirischen Belegen.

<sup>2</sup> Vgl. BROWN (1992), S. 649.

<sup>3</sup> Vgl. KLUG (2001), S. 27

<sup>4</sup> Vgl. BROWN (1992), S. 650; ESCHER-WEINGART/KÜBLER (1998), S. 546; KLUG (2001), S. 27.

### 3.5 Art der nachgefragten Wertpapiere

Grundsätzlich kann ein öffentliches Angebot auf den Erwerb von beliebigen Wertpapieren gerichtet sein. In diesem Aufsatz soll jedoch nur der Erwerb von Aktien betrachtet werden.

Aktien können hinsichtlich verschiedener Merkmale unterschiedlich ausgestaltet sein. Die Gattung einer Aktie bestimmt sich aus der Kombination der Ausprägungen dieser Merkmale. Unterscheidet man die Merkmalsausprägungen

- Nennwert- oder Stückaktien,
- Inhaber- oder Namensaktien,<sup>1</sup>
- Stamm-, Vorzugs- oder kumulative Vorzugsaktien,
- stimmberechtigte oder stimmrechtslose Aktien sowie
- voll eingezahlte oder nicht voll eingezahlte Aktien,

so ergeben sich rein kombinatorisch 48 denkbare Aktiengattungen, von denen als Folge einschränkender gesetzlicher Vorschriften in Deutschland jedoch nur 24 erlaubt sind.<sup>2</sup> Tabelle 1 verdeutlicht die zulässigen Varianten:

		Inhaberaktie		Namensaktie			
		voll eingezahlt		voll eingezahlt		ausstehende Einlagen	
		Nennwert	Stück	Nennwert	Stück	Nennwert	Stück
Stammaktie	mit Stimmrecht	1	2	3	4	5	6
Vorzugsaktie	mit Stimmrecht	7	8	9	10	11	12
Kumulative Vorzugsaktie	mit Stimmrecht	13	14	15	16	17	18
	ohne Stimmrecht	19	20	21	22	23	24

Tab. 1: Zulässige Aktiengattungen (Quelle: BITZ (2003), S. 50)

<sup>1</sup> Auf eine weitere Unterscheidung in vinkulierte und nicht vinkulierte Namensaktien wird hier verzichtet.

<sup>2</sup> Vgl. zur näheren Beschreibung der Merkmalsausprägungen: BITZ (2003), S. 29 – 50.

Dabei kann ein Unternehmen durchaus mehrere dieser zulässigen Aktiengattungen zur gleichen Zeit im Umlauf haben. Allerdings dürfen nicht alle Gattungen uneingeschränkt nebeneinander existieren. Eine Gesellschaft darf nicht gleichzeitig Nennwert- und Stückaktien emittiert haben.<sup>1</sup> Damit verbleiben theoretisch immerhin noch bis zu 12 Aktiengattungen, die von einem Unternehmen gleichzeitig im Umlauf sein können.

In diesem Fall kann das öffentliche Angebot von vornherein nur auf eine bestimmte Gattung von Aktien beschränkt sein.<sup>2</sup> Von besonderer Bedeutung dürfte die Unterscheidung zwischen stimmberechtigten und stimmrechtslosen Aktien sein, die in Deutschland nur als kumulative Vorzugsaktien zulässig sind.<sup>3</sup> Bei einem Übernahmeangebot will der Bieter die Kontrolle an der Zielgesellschaft erwerben, die sich in einem Zielstimmrechtsanteil manifestiert. Insofern stellt sich für ihn die Frage, ob er auch nicht stimmberechtigte Aktien erwirbt.

Neben Aktien kann der Erwerber auch solche Wertpapiere nachfragen, die zwar selbst keine Aktien darstellen, aber zum Bezug von Aktien berechtigen. Dabei ist in erster Linie an Wandelanleihen, Optionsanleihen und ähnliche Papiere zu denken.

### **3.6 Mengenregeln**

Ist die Gattung der nachgefragten Wertpapiere bestimmt, so ist noch festzulegen, wie hoch die Menge ist, auf die sich das öffentliche Erwerbsangebot erstrecken soll. Üblicherweise wird bei der Beschreibung von Möglichkeiten für die Ausgestaltung von Übernahmeangeboten – zumindest implizit – von einer von vornherein festgelegten (maximalen) nachgefragten Menge ausgegangen.<sup>4</sup> Ähnlich wie bei der Preisfestlegung ist jedoch auch die Festlegung der Menge nach Einholung und Auswertung von Verkaufsofferten der aktuellen Aktionäre in Abhängigkeit vom sich ergebenden Angebot möglich. Abb. 4 gibt einen Überblick über die grundlegenden Ausgestaltungsmöglichkeiten von Mengenregeln.

---

<sup>1</sup> Vgl. § 8 Abs. 1 AktG; HEIDER (2000), § 8 AktG, Rn. 62 – 63.

<sup>2</sup> Vgl. zu verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten für Aktien BITZ (2003), S. 29 – 50.

<sup>3</sup> Vgl. § § 139 Abs. 1 AktG.

<sup>4</sup> Vgl. z.B. KÜTING (1978), S. 1751 – 1755; ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 88 – 89; BROWN (1992), S. 649 – 650; COHEN (1998), S. 580 – 581.

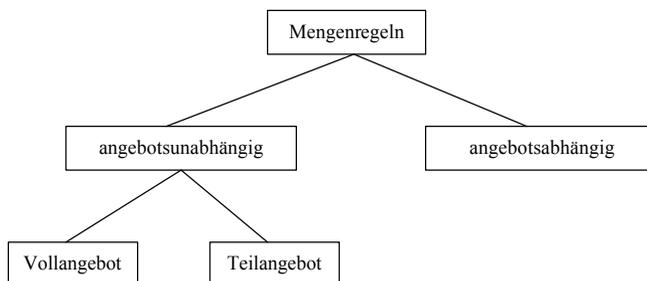


Abb. 4: Grundtypen von Mengenregeln

Die nachgefragte Menge kann von vornherein angebotsunabhängig eindeutig fixiert sein. In diesem Fall ist die Unterscheidung danach, ob das Angebot auf alle Aktien (*Vollangebot*) oder nur auf das Erreichen einer bestimmten Höchstquote (*Teilangebot*) gerichtet ist, von Bedeutung.<sup>1</sup> Daneben kann die Menge auch analog zu den zur Preisbestimmung dargestellten Regeln erst nach Ende der Laufzeit in Abhängigkeit von der Orderlage festgelegt werden.

### 3.7 Repartierungsregeln

Sind – unabhängig davon, ob von vornherein fixiert oder erst nach Angebotsauswertung – Preis und Menge festgelegt, kann die Situation auftreten, dass die zum festgesetzten Preis nachgefragte Menge kleiner ist als die zu diesem Preis angebotene.<sup>2</sup> In dieser Situation besteht die Notwendigkeit festzulegen, von wem Aktien in welchem Umfang gekauft werden sollen (Repartierung). Abb. 5 gibt einen Überblick über mögliche Ansätze zur Repartierung, die entweder einzeln oder auch in Kombination angewendet werden können.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 8, 88 – 89; FREI (1998), S. 20 – 21.

<sup>2</sup> Vgl. FREI (1998), S. 20 – 21.

<sup>3</sup> Vgl. TERSTEGE (2002), S. 12 – 13.

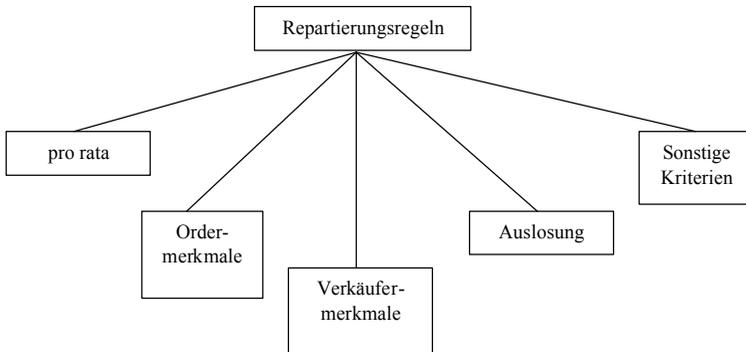


Abb. 5: Grundtypen von Repartierungsregeln

Bei der Repartierung **pro rata** wird von allen zum Verkauf eingereichten Aktien der Bruchteil gekauft, der sich als Quotient der Nachfrage und der gesamten angebotenen Menge ergibt.

**Ordermerkmale**, an denen die Repartierung anknüpfen kann, sind z.B. der Zeitpunkt der Einreichung der Aktien oder bei Reaktionspreisverfahren die geforderten Preise. Werden diese Kriterien im öffentlichen Angebot bekannt gemacht, kann dadurch ggf. das Verhalten der Aktionäre beeinflusst werden. So können z.B. die berücksichtigungsfähigen Orders in der Reihenfolge des Eingangs erfüllt werden, um einen Anreiz zur frühzeitigen Einreichung zu geben. Eine Bevorzugung niedrigerer Limite kann u.U. dazu führen, dass Aktien insgesamt preiswerter angeboten werden.

Denkbar ist auch eine Ausrichtung an persönlichen **Verkäufermerkmalen**. Hierbei sind zwei Gesichtspunkte relevant. Zum einen kann es im Interesse des Käufers liegen, bestimmte Verkäufergruppen aus den unterschiedlichsten Gründen bevorzugt zu behandeln. Zum anderen kommt vor allem der Möglichkeit besondere Bedeutung zu, durch die Auswahl der Verkäufer den Kreis der verbleibenden Minderheitsaktionäre mitzubestimmen. Um die Kontrollausübung über die Zielgesellschaft zu erleichtern, ist es aus Sicht des Übernehmers von Vorteil, einen Kreis von Minderheitsaktionären zu behalten, der nach seiner Einschätzung an der Mitwirkung an der Geschäftsführung wenig oder kein Interesse hat.

Eine Repartierung kann auch durch **Auslosung** erfolgen. Dabei sind die unterschiedlichsten Zufallsverfahren zur Bestimmung der zu erfüllenden Verkauforders möglich. Neben vielen Varianten können zwei grundsätzliche Verfahren unterschieden werden: Eine Vorgehensweise könnte etwa darin bestehen, dass so lange Orders nach dem Zufallsprinzip ausgelost werden, bis die nachgefragte Menge erreicht wird, wobei der letzte „gezogene“ Auftrag nur noch in dem Um-

fang erfüllt wird, dass die Nachfrage genau abgedeckt wird. Bei diesem Verfahren wird – bis auf die zuletzt ausgeloste – jede Verkaufsoffer, wenn sie erfüllt wird, auch vollständig erfüllt. Daneben wäre ebenso denkbar, dass jede einzelne zu kaufende Aktie aus allen angebotenen ausgelost wird. Hierdurch würden die einzelnen Aufträge der Aktionäre nur im Ausnahmefall vollständig ausgeführt, dafür könnten aber mehr Orders zumindest teilweise berücksichtigt werden.

Darüber hinaus ist eine Vielzahl von **sonstigen Kriterien** zur Repartierung vorstellbar. Beispielsweise können Mindest- oder Höchstmengen für die einzelnen Anbieter festgelegt werden. Mindestmengen können etwa dazu beitragen, Transaktionskosten orderfixer Art zu verringern. Höchstmengen erlauben es, eine größere Anzahl von Anbietern bedienen zu können.

Die Möglichkeiten der Kombination verschiedener Repartierungsregeln eröffnen eine nahezu unbegrenzte Vielfalt an konkret ausführbaren Repartierungsverfahren. Vielfach wird in der Literatur aus – wie auch immer im Einzelnen begründeten – Gerechtigkeitsüberlegungen die Zuteilung pro rata als vorzuziehenswert gegenüber anderen Verfahren angesehen.<sup>1</sup> Ohne diesen Aspekt näher zu vertiefen sei hier nur darauf hingewiesen, dass andere Gestaltungen je nach Betrachtungsweise und Begriffsverständnis als mindestens genauso „gerecht“ angesehen werden können, etwa eine Verlosung, bei der für alle Chancengleichheit besteht.

### 3.8 Annahmefrist

Der Bieter muss eine Frist festlegen, innerhalb deren die Annahme eines verbindlichen Angebots erklärt bzw. bei einer *invitatio ad offerendum* ein Angebot vonseiten der Aktionäre abgegeben werden kann. Dabei wird in der Literatur vielfach betont, eine kurze Frist setze die Aktionäre unter erhöhten Verkaufsdruck.<sup>2</sup> Daneben kann eine tendenziell kurze Annahmefrist die Gefahr von Abwehrmaßnahmen des Vorstands der Zielgesellschaft sowie die Abgabe konkurrierender Angebote möglicher Mitbewerber verringern.<sup>3</sup> Schließlich dürfte der Bieter ein Interesse daran haben, das Übernahmeverfahren nicht durch eine lange Annahmefrist unnötig in die Länge zu ziehen. Auf der anderen Seite kann es jedoch sein, dass einzelne Aktionäre erst nach einiger Zeit von dem Angebot Kenntnis erhalten oder auf das Angebot reagieren. Daher kann eine längere Annahmefrist auch mit einer höheren Annahmequote einher gehen.

---

<sup>1</sup> Vgl. z.B. ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 89.

<sup>2</sup> Vgl. z.B. OTTO (1988), S. 4; BACHMANN (1992), S. 124.

<sup>3</sup> Vgl. KÜTING (1978), S. 1753; SCHUBERT/KÜTING (1981), S. 257.

### 3.9 Zusammenarbeit mit Finanzintermediären

Als weiteres großes Gestaltungsfeld eröffnet sich für den Bieter die Zusammenarbeit mit Finanzintermediären.<sup>1</sup> Zunächst steht er vor der grundsätzlichen Entscheidung, ob er das Angebotsverfahren vollständig selbst durchführen will (**Selbstabwicklung**) oder ob er in mehr oder weniger starkem Umfang die Hilfe von Finanzintermediären in Anspruch nehmen will (**Fremdabwicklung**). Die Tätigkeiten des Finanzintermediärs können sehr vielfältig sein und von reinen Beratungsleistungen für Einzelprobleme bis zur gesamten Abwicklung über einen Intermediär oder ein Konsortium gehen, welches die Aktien zunächst aufkauft und erst in einem zweiten Schritt an den Übernehmer abtritt.<sup>2</sup> Auf eine nähere Darstellung denkbarer Funktionen von Intermediären im Übernahmeprozess soll hier allerdings verzichtet werden.

### 3.10 Wiederholung und Änderung des Angebots

Ist der Bieter nicht durch gesetzliche Regulierungen des Angebotsverfahrens gehindert, könnte er zunächst ein Angebot abgeben und die Reaktion der Aktionäre der Zielgesellschaft darauf beobachten. In Abhängigkeit von der Reaktion könnte er dann die Konditionen des laufenden Angebots abändern.

Denkbar ist z.B. eine Erhöhung des gebotenen Preises, wenn die Anzahl der eingereichten Aktien zum ursprünglichen Preis hinter den Erwartungen bzw. Wünschen des Bieters zurückbleibt (sog. Staffellangebot).<sup>3</sup> In diesem Fall ergibt sich als weiterer Parameter die damit zusammenhängende Frage, wie die Aktionäre zu behandeln sind, die bereits auf das ursprüngliche Angebot reagiert haben. Der Bieter könnte diesen Aktionären u.U. nur den ursprünglichen Preis zahlen, zu dem diese ja bereits akzeptiert haben, oder ebenfalls den höheren neuen Preis.<sup>4</sup> Eine Nachbesserung auch für diesen Personenkreis bedeutet c.p. zwar einen höheren Preis für deren Aktien, kann aber mit anderen Vorteilen einher gehen, die insgesamt preismindernd wirken. So sieht z.B. KÜTING in einer publizierten Nachbesserungsverpflichtung innerhalb des Angebots eine Möglichkeit, der Hinauszöge-

---

<sup>1</sup> Zur Rolle von Finanzintermediären am Markt für Unternehmenskontrolle vgl. KAISER (1994); PETERS (1999).

<sup>2</sup> Vgl. KÜTING (1978), S. 1753 – 1754.

<sup>3</sup> Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT (1990), S. 91 – 92; RIEHMÉR/SCHRÖDER (2001), S. 12 – 13.

<sup>4</sup> Vgl. zu dieser Problematik bereits MANNE (1967), S. 247 – 248.

rung der Einreichung von Aktien zu begegnen, wenn die Aktionäre mit einer späteren Verbesserung des Angebots rechnen.<sup>1</sup>

Aber auch bezüglich anderer Konditionen sind Änderungen während der Angebotslaufzeit vorstellbar, etwa die Offerierung zusätzlicher Wahlmöglichkeiten hinsichtlich der Art der Gegenleistung, eine Verlängerung oder vorzeitige Beendigung der Annahmefrist oder der Verzicht auf zunächst gestellte Bedingungen.

Eine ähnliche Wirkung kann der Bieter damit erreichen, dass er nicht die Bedingungen während der Laufzeit ändert, sondern nach Ablauf der Annahmefrist ein neues Angebot mit anderen Konditionen abgibt.

---

<sup>1</sup> Vgl. KÜTING (1978), S. 1753.

## **4 Einschränkung der Ausgestaltungsmöglichkeiten durch das WpÜG**

### **4.1 Vorbemerkung**

Im vorangegangenen Abschnitt 3 wurden Gestaltungsfelder für öffentliche Angebote identifiziert und grundsätzliche Parameter der Ausgestaltung entwickelt. Ist ein Bieter nicht durch rechtliche Einschränkungen gehindert, so kann er frei aus diesen Parametern sein konkretes Angebot konstruieren. Sofern ein Angebot allerdings dem Anwendungsbereich des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes unterliegt, sind nicht alle der aufgezeigten Ausgestaltungsmöglichkeiten zulässig. Daher wird in diesem Abschnitt 4 zunächst der Anwendungsbereich des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes erläutert und die verschiedenen im Gesetz unterschiedenen Angebotsarten voneinander abgegrenzt. Anschließend wird dann differenziert nach diesen Angebotsarten untersucht, welche Ausgestaltungsmöglichkeiten durch die gesetzliche Regulierung ausgeschlossen werden und welche noch zulässig sind.

### **4.2 Anwendungsbereich und Angebotsarten**

#### **4.2.1 Überblick**

Der Anwendungsbereich des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes erstreckt sich auf sämtliche Angebote zum Erwerb von (bestimmten) Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.<sup>1</sup> Im Gesetz werden drei verschiedene Angebote unterschieden, nämlich

- Angebote zum Erwerb von Wertpapieren,
- Übernahmeangebote und
- Pflichtangebote.

Jeder dieser Angebotsarten ist ein Abschnitt des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes gewidmet. Abb. 6 verdeutlicht die Zusammenhänge zwischen den genannten Ausdrücken.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. § 1 WpÜG.

<sup>2</sup> Zum Zusammenhang der verschiedenen im Gesetz genannten Angebotsarten vgl. ANGERER (2002), § 1, Rn. 6 – 12.

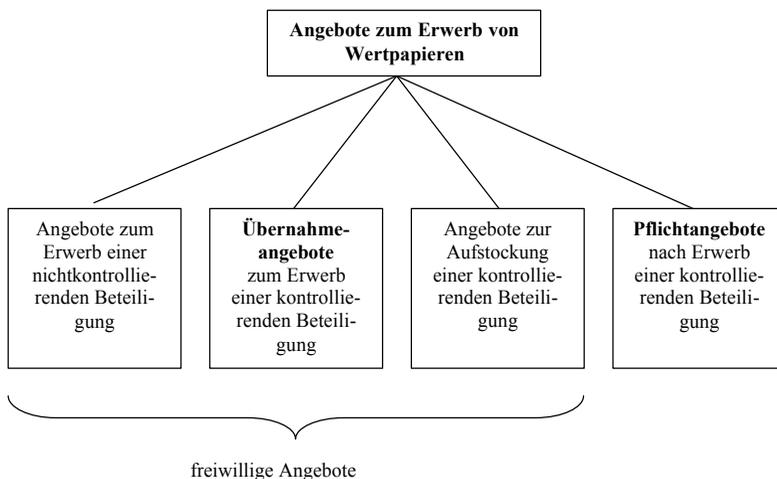


Abb. 6: Arten von Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren

Das **Angebot zum Erwerb von Wertpapieren** ist als Oberbegriff für alle öffentlichen Erwerbsangebote zu verstehen.<sup>1</sup> Übernahmeangebote und Pflichtangebote sind demnach als spezielle Ausprägungen solcher Angebote zu verstehen. Wann ein Angebot als öffentlich anzusehen ist, wird gesetzlich nicht definiert. Der Gesetzgeber hat absichtlich von einer Legaldefinition abgesehen, um angesichts der Vielgestaltigkeit der möglichen Sachverhalte Umgehungsmöglichkeiten zu vermeiden.<sup>2</sup> Bei der Beurteilung, ob es sich um ein öffentliches Angebot handelt, ist ausweislich der Gesetzesbegründung insbesondere darauf abzustellen, ob es sich nicht nur an einen begrenzten Personenkreis, sondern an eine Vielzahl von Wertpapierinhabern richtet. Daneben wird als erheblich angesehen, ob es sich nicht um ein individuell ausgehandeltes, sondern um ein einseitig formuliertes Angebot handelt. Auch können bestimmte typische Vertragselemente wie etwa Mindestquoten für das Vorliegen eines öffentlichen Angebots sprechen.<sup>3 4</sup>

<sup>1</sup> Vgl. hierzu näher Abschnitt 4.2.2.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 33; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 1 Rn. 7. Hierzu kritisch: THAETER/BARTH (2001), S. 546 – 547.

<sup>3</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 33. Zu der Abgrenzung näher vgl. FLEISCHER (2001), S. 1658 – 1660; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 1 Rn. 4 – 15; ANGERER (2002), § 1 Rn. 13 – 23; BAUM (2003).

<sup>4</sup> Im Einzelfall kann wie bereits angedeutet sogar ein über die Börse abgegebenes Kaufangebot dem Anwendungsbereich des Gesetzes unterfallen. Dies kann dann der Fall sein, wenn begleitend auf geeignete Weise der Allgemeinheit kolportiert wird, dass jemand dazu bereit ist, Akti-

Die Wertpapiere müssen an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen sein. Hiervon werden im Inland der amtliche Handel, der geregelte Markt sowie bestimmte Themenmärkte erfasst, bei denen die Zulassung im geregelten Markt erfolgt.<sup>1</sup> Daneben werden bestimmte Märkte im europäischen Wirtschaftsraum als organisierter Markt angesehen, wenn sie die Voraussetzungen nach Art. 1 Nr. 13 der EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie erfüllen.<sup>2 3</sup> Der Erwerb von nicht börsennotierten Wertpapieren mittels eines öffentlichen Angebots unterfällt also nicht dem Anwendungsbereich des WpÜG.

**Übernahmeangebote** sind solche Angebote, die auf den *Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung* von (mindestens) 30 % gerichtet sind.<sup>4</sup> Daneben kann ein Angebot auch abgegeben werden, um eine kleinere nichtkontrollierende Beteiligung zu erwerben oder um eine bestehende kontrollierende Beteiligung auszubauen. Diesen drei Arten von Angeboten ist gemeinsam, dass sie freiwillig abgegeben werden.<sup>5</sup> Hiervon zu unterscheiden ist das **Pflichtangebot**. Ein solches *muss* grundsätzlich *nach einem Kontrollerwerb* unterbreitet werden.<sup>6</sup>

Entsprechend diesem Zusammenhang haben die im Abschnitt 3 des Gesetzes (§§ 10 – 28) niedergelegten Vorschriften grundsätzlich für *alle Angebote* zum Erwerb von Wertpapieren Gültigkeit, also auch für Übernahmeangebote und Pflichtangebote. Während für die beiden anderen Formen der freiwilligen Angebote die Vorschriften des Abschnitts 3 allein ausschlaggebend sind, gelten für Übernahmeangebote zusätzlich die strengeren Vorschriften des Abschnitts 4 (§§ 29 – 34).<sup>7</sup> Sofern sich hieraus Abweichungen zu den (allgemeinen) Vorschriften für alle Angebote ergeben, gehen diese speziellen Regelungen vor. Begründet werden die für Übernahmeangebote strengeren Vorschriften mit dem besonderen Schutzbedürfnis der Minderheitsaktionäre beim erstmaligen Entstehen einer Kontrollstellung

---

en zu bestimmten Konditionen auf diesem Wege zu erwerben. Vgl. STEINMEYER/HÄGER (2002), § 1, Rn. 10. Dieser Sonderfall wird jedoch in diesem Aufsatz nicht weiter betrachtet.,

- 1 Mit letzterem war bei Verabschiedung des Gesetzes insbesondere an den Handel im sog. „Neuen Markt“ gedacht, der jedoch Anfang 2003 eingestellt wurde.
- 2 Vgl. § 2 Abs. 7 WpÜG; BUNDESREGIERUNG (2001), S. 35.
- 3 Zu den erfassten Märkten im Einzelnen ausführlich: ANGERER (2002), § 1, Rn. 45 – 97.
- 4 Vgl. § 29 WpÜG. Vgl. zu Übernahmeangeboten näher Abschnitt 4.2.3.
- 5 Die Freiwilligkeit bezieht sich darauf, dass keine Verpflichtung nach dem WpÜG vorliegt. Ein freiwilliges Angebot in diesem Sinne liegt also auch dann vor, wenn ein öffentliches Angebot abgegeben wird, um einer gesetzlichen Pflicht außerhalb des WpÜG zu genügen, etwa im Rahmen einer Abfindung gem. § 305 Abs. 1 AktG nach Abschluss eines Unternehmensvertrages. Vgl. STEINMEYER/HÄGER (2002), § 2 Rn. 2- 4, mit weiteren Beispielen.
- 6 Vgl. § 35 WpÜG. Vgl. zu Pflichtangeboten näher Abschnitt 4.2.4.
- 7 Vgl. § 34 WpÜG.

bzw. bei einem Kontrollwechsel.<sup>1</sup> Obwohl es sich bei einem Pflichtangebot nicht um ein Übernahmeangebot, sondern um ein Angebot *nach* im Sinne des Gesetzes erfolgter Übernahme handelt, gelten für diese ebenfalls zusätzlich zu den Vorschriften des Abschnitts 3 diejenigen des Abschnitts 4 sowie diejenigen des Abschnitts 5 (§§ 35 – 39).<sup>2</sup> Insofern ergibt sich eine „pyramidenförmige“ Regelungstechnik in Bezug auf die materiellrechtlichen Bestimmungen zur Regulierung des Angebotsverfahrens.<sup>3</sup>

#### 4.2.2 Angebote zum Erwerb von Wertpapieren

Unter einem Angebot zum Erwerb von Wertpapieren sind sämtliche freiwilligen oder aufgrund einer gesetzlichen Angebotspflicht erfolgenden öffentlichen Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb der Wertpapiere zu verstehen.<sup>4</sup> Obgleich der Begriff des Wertpapiers bereits in anderen Gesetzen verwendet wird (z.B. WpHG, BörsG, VerkProspG), definiert der Gesetzgeber den Begriff im Sinne des WpÜG enger als in diesen anderen Gesetzen.<sup>5</sup> Wertpapiere im Sinne des WpÜG sind

- Aktien,
- mit diesen vergleichbare Wertpapiere und
- Zertifikate, die Aktien vertreten.<sup>6</sup>

Weiterhin sind andere Wertpapiere erfasst, die den Erwerb der oben genannten Papiere zum Gegenstand haben.<sup>7</sup>

Der Begriff der Aktie umfasst unabhängig von deren Ausstattung sämtliche Arten, also neben stimmberechtigten Aktien auch stimmrechtslose Vorzugsaktien.<sup>8 9</sup> Als mit Aktien vergleichbare Wertpapiere sind z.B. sog. „Zwischenscheine“ anzuse-

---

<sup>1</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG, S. 34, S. 60.

<sup>2</sup> Vgl. § 39 WpÜG.

<sup>3</sup> Vgl. ASSMANN (2002), S. 114. Von ANGERER als „Baukastenprinzip“ bezeichnet, vgl. ANGERER (2002), § 1 Rn. 26.

<sup>4</sup> Vgl. § 2 Abs. 1 WpÜG.

<sup>5</sup> Vgl. STEINMEYER/HÄGER (2002), § 1, Rn. 16 – 17.

<sup>6</sup> Vgl. § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG.

<sup>7</sup> Vgl. § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpÜG.

<sup>8</sup> Vgl. ANGERER (2002), § 1, Rn. 29; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 2, Rn. 6.

<sup>9</sup> Zur Klassifizierung von Ausstattungsmerkmalen von Aktien vgl. BITZ (2003), S. 29 – 50. Vgl. dazu auch Abschnitt 3.5.

hen, die in vorläufiger Weise die Mitgliedschaft in einer Gesellschaft verkörpern.<sup>1</sup> Als Zertifikate, die Aktien vertreten, werden beispielsweise sog. „Depository Receipts“ genannt.<sup>2 3</sup>

Unter die Alternative der anderen Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien oder der beschriebenen aktienähnlichen Wertpapiere zum Gegenstand haben, fallen insbesondere Optionsanleihen und Wandelschuldverschreibungen, aber auch Optionscheine, sofern sie zum tatsächlichen Bezug von Aktien berechtigen. Eine urkundliche Verbriefung der Wertpapiere ist nicht erforderlich.<sup>4</sup> Als Zielgesellschaften kommen sämtliche Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz im Inland in Betracht.<sup>5</sup>

### 4.2.3 Übernahmeangebote

Übernahmeangebote sind solche Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft gerichtet sind.<sup>6</sup> Das ist dann der Fall, wenn bei Annahme des Angebots durch alle angesprochenen Aktionäre der Bieter unter Berücksichtigung seiner ihm bereits zustehenden Stimmrechte die Kontrolle erlangt. Bei der Ermittlung der dem Bieter zustehenden Stimmrechte sind gem. § 30 WpÜG bestimmte Zurechnungstatbestände für Aktien zu berücksichtigen, die sich nicht in seinem Eigentum befinden, sondern etwa von Tochtergesellschaften des Bieters oder sonstigen Dritten für dessen Rechnung gehalten werden.<sup>7</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. § 8 Abs. 6 AktG.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 34; SCHÜPPEN (2001), S. 960 – 961.

<sup>3</sup> American Depository Receipts (ADR) sind Urkunden, welche Aktien einer deutschen Gesellschaft vertreten und an einer US-amerikanischen Börse gehandelt werden. Näher zu ADR vgl. ASSMANN (1982); WIENECKE (2001).

<sup>4</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 34.

<sup>5</sup> Vgl. § 2 Abs. 3 WpÜG. Kritisch zu dieser Begrenzung des Anwendungsbereichs: SCHÜPPEN (2001), S. 960.

<sup>6</sup> Vgl. § 29 Abs. 1 WpÜG.

<sup>7</sup> Die Zurechnungsvorschrift orientiert sich an den vorher schon in § 22 WpHG enthaltenen Zurechnungstatbeständen, die gleichzeitig mit dem Erlaß des WpÜG überarbeitet wurden, sodass beide Vorschriften nunmehr inhaltlich übereinstimmen. Vgl. hierzu im Einzelnen: BUNDESREGIERUNG (2001), S. 53 – 54; PÖTZSCH/MÖLLER (2001), S. 17 – 19; ASSMANN (2002), S. 124 – 125.

**Kontrolle** ist in § 29 Abs. 2 WpÜG definiert als das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte.<sup>1</sup> Für die Berechnung dieses Prozentsatzes ist auf die absolute Zahl der Stimmrechte und nicht auf etwaige Hauptversammlungspräsenzen der jeweiligen Gesellschaft abzustellen. Bei der Ermittlung der Gesamtzahl der Stimmrechte sind auch Aktien zu berücksichtigen, bei denen Hindernisse bei der Ausübung der Rechte bestehen, insbesondere also auch eigene Aktien der Gesellschaft.<sup>2</sup>

Die Wahl der pauschalen Grenze von 30 % wird zum einen mit Regelungen in anderen europäischen Staaten begründet, die ähnlich hohe Grenzwerte festlegen. Zum anderen wird darauf hingewiesen, dass die Präsenzen in den Hauptversammlungen börsennotierter deutscher Unternehmen so niedrig seien, dass mit einer Stimmrechtsquote von 30 % in der Regel eine Hauptversammlungsmehrheit bestehe.<sup>3</sup>

Wie die meisten pauschalen Festlegungen ist auch diese nicht ganz unproblematisch. Hierauf sei kurz eingegangen. Dabei ist zu unterscheiden zwischen der Auswahl der ausschlaggebenden Kontrollintensität und der Bestimmung der zugehörigen Quote<sup>4</sup>:

- Hinsichtlich der Kontrollintensität wurde beim Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ausweislich der Begründung auf den Einfluss abgestellt, welchen eine Hauptversammlungsmehrheit vermittelt. Dies entspricht der Zielsetzung des Gesetzes, da hierdurch besonders einschneidende Einflussmöglichkeiten eröffnet werden. Eine differenzierende Betrachtung unter Einbeziehung der individuellen Ziele des Übernehmers verbietet sich für eine solche gesetzliche Regelung aus der Natur der Sache. Andernfalls würde es von der Zielquote des Erwerbers abhängen, ob ein Angebot als Übernahmeangebot anzusehen ist bzw. ob nach einem Erwerb auf andere Weise ein Pflichtangebot erforderlich wird.
- Problematischer ist die pauschale Annahme, dass dieser Grad der Kontrolle bei einer Stimmrechtsquote von 30 % des gezeichneten Kapitals erreicht sei.

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt B 2.2. Es sei daran erinnert, dass für die ökonomische Betrachtung von einem von dieser gesetzlichen Definition abweichenden Kontrollbegriff ausgegangen wird. Im Gegensatz zum juristischen Kontrollbegriff stellt dieser ökonomische Kontrollbegriff nicht auf eine für alle Unternehmen pauschale Quote ab, sondern bestimmt die notwendige Quote individuell nach der Zielsetzung des Erwerbers.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 53. Anderer Auffassung: CAHN/SENGER (2002), S. 285.

<sup>3</sup> Vg. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 53. Zur Diskussion um den pauschalen Schwellenwert vgl. ARCHNER (2001), S. 1000; MÜLBERT (2001), S. 1225; SÜBMANN (2002), § 29, Rn. 13 – 16.

<sup>4</sup> Vgl. Abschnitt 2.2.

Schon die Begründung, dass mit dieser Quote „in der Regel“ eine Hauptversammlungsmehrheit bestehe, gibt implizit zu, dass es auch eine Reihe von Fällen gibt, in denen dies nicht der Fall ist. Besonders zweifelhaft dürften solche Fälle sein, in denen schon eine größere Beteiligung eines anderen Aktionärs existiert. Niemand wird wohl bei Erreichen einer Quote von 30 % bereits von einer Übernahme sprechen, wenn ein anderer Aktionär eine Quote von über 50 % hält. Mögliche unbillige Folgen der rein quotenmäßigen Definition können teilweise durch Ausnahmegenehmigungen vermieden werden. So kann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in derartigen Fällen auf Antrag eine Befreiung von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots aussprechen.<sup>1</sup> Derartige Befreiungen sind aber nicht für die bei Übernahmeangeboten zu beachtenden Regeln vorgesehen. Umgekehrt sind ebenso Fälle denkbar, in denen bereits eine geringere Quote für eine stabile Mehrheit ausreichend ist. In diesen Fällen greifen die Regeln für Übernahmeangebote dann jedoch nicht, obwohl u.U. eine beherrschende Stellung erworben wird. Wegen der Unmöglichkeit, in der Zukunft liegende Hauptversammlungspräsenzen exakt voraussehen zu können, wird man allerdings diesen Nachteil einer festen Quote hinnehmen müssen.<sup>2</sup>

#### 4.2.4 Pflichtangebote

Die Pflichtangebotsregelung stellt einen wesentlichen Kernpunkt der Regulierung von Übernahmen börsennotierter Unternehmen dar. Danach hat derjenige, der die Kontrolle im Sinne des Gesetzes über die Zielgesellschaft erlangt hat, den anderen Aktionären ein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien zu machen.<sup>3</sup> Das Angebot hat sich grundsätzlich auf alle Aktien der Gesellschaft zu erstrecken.<sup>4</sup> Ausgenommen sind allerdings eigene Aktien der Zielgesellschaft und solche, deren Eigentümer ein abhängiges oder im Mehrheitsbesitz stehendes Unternehmen der Zielgesellschaft ist, sowie solche, die von einem Dritten für Rechnung eines der vorgenannten Unternehmen gehalten werden.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. § 37 WpÜG i.V.m. § 9 WpÜG-VO.

<sup>2</sup> MÜLBERT hingegen plädiert für eine Beibehaltung der Regelung nach dem Übernahmekodex, nach dem die Kontrollquote nach der Hauptversammlungsmehrheit nach den Präsenzen der letzten drei Hauptversammlungen bemessen wurde. Vgl. MÜLBERT (2001), S. 1225.

<sup>3</sup> Vgl. § 35 Abs. 2 WpÜG.

<sup>4</sup> Vgl. § 32 i.V.m. § 39 WpÜG

<sup>5</sup> Vgl. § 35 Abs. 2 S. 2 WpÜG.

Die Pflichtangebotsregelung wurde nach der Gesetzesbegründung eingeführt, „um einem Minderheitsaktionär im Falle einer Unternehmensübernahme, der kein öffentliches Übernahmeangebot vorausgegangen ist, auch die Möglichkeit zu geben, seine Beteiligung an dem Unternehmen zu einem angemessenen Preis zu verkaufen.“<sup>1</sup> Was der Gesetzgeber als den angemessenen Preis ansieht, konkretisiert er in § 31 WpÜG und einer hierzu erlassenen Rechtsverordnung. Ohne an dieser Stelle hierauf bereits ausführlich einzugehen, sei nur kurz erwähnt, dass der Gesetzgeber sich als Ausdruck seines Verständnisses von Gleichbehandlung dabei sowohl an Börsenkursen als auch an für gleiche Aktien außerbörslich vom Übernehmer gezahlten Preisen orientiert.<sup>2</sup> Als Mittel des Minderheitenschutzes wird dem Aktionär also eine „Ausstiegsoption“ nach erfolgter Übernahme eingeräumt, bei der ihm die Teilhabe an einem evtl. gezahlten Paketzuschlag gesetzlich garantiert wird.

Eine Verpflichtung zur Abgabe eines Angebots besteht nicht, wenn die Kontrolle auf Grund eines Übernahmeangebotes entsprechend den Vorgaben des Gesetzes erworben wurde.<sup>3</sup> Mit dieser Ausnahme soll verhindert werden, dass jemand, der eine Kontrollmehrheit auf Grund eines freiwilligen Übernahmeangebots erworben hat, verpflichtet wäre, nunmehr ein weiteres Angebot, diesmal als Pflichtangebot, abzugeben. Eine solche Befreiungswirkung eines Übernahmegesetzes wird ermöglicht durch das dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz zu Grunde liegende Konzept, nach dem für Übernahmeangebote und Pflichtangebote grundsätzlich die gleichen Vorschriften gelten.<sup>4</sup> Diese Vorgehensweise ist jedoch nicht unproblematisch. Fraglich ist, ob bei beiden Angeboten das gleiche Schutzbedürfnis besteht. Wegen des Verzichts auf ein Pflichtangebot auch nach einem Übernahmeangebot müssen z.B. die Mindestpreisregeln bereits auf Übernahmeangebote ausgedehnt werden. Der Gesetzgeber begründet dies damit, dass ansonsten Umgehungsmöglichkeiten bestünden.<sup>5</sup> Diese ergeben sich jedoch erst aus der Tatsache, dass für diesen Fall kein Erfordernis für ein nachfolgendes Pflichtangebot mehr besteht. Ein originäres Bedürfnis für Mindestpreisregeln bei Übernahmeangeboten ist damit noch nicht begründet. Zusätzlich hat die Gewissheit, nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot noch die Möglichkeit zu haben, im Rahmen eines nachfolgenden Pflichtangebotes seine Aktien zu verkaufen, unmittelbare Auswirkung auf den Kalkül der Aktionäre, die sich einem Übernahmeangebot gegenüber sehen. Gerade diese zweite Verkaufsrunde ermöglicht es nämlich u.U. dem Aktionär erst, seine Verkaufsentscheidung im Rahmen des Übernahmeange-

---

<sup>1</sup> BUNDESREGIERUNG (2001), S. 30.

<sup>2</sup> Vgl. §§ 3 – 6 WpÜG-VO.

<sup>3</sup> Vgl. § 35 Abs. 3 WpÜG.

<sup>4</sup> Vgl. PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 20; BUNDESREGIERUNG (2001), S. 30, S. 60.

<sup>5</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 30.

bots ohne Druck zu treffen. Auf diese Aspekte kann hier jedoch nicht näher eingegangen werden.<sup>1</sup>

Neben dieser Ausnahmeregelung hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht<sup>2</sup> weiterhin die Möglichkeit, auf Antrag des Bieters unter bestimmten Voraussetzungen Befreiungen von der Verpflichtung auszusprechen oder Stimmrechte bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unberücksichtigt zu lassen.<sup>3</sup>

### 4.3 Allgemeine Grundsätze bei öffentlichen Angeboten

Für alle Angebote, die in den Anwendungsbereich des WpÜG fallen, gelten verschiedene allgemeine Grundsätze, welche grundlegende Wertungen des Gesetzgebers wiedergeben, die auch bei der Auslegung der besonderen Vorschriften herangezogen werden sollen.<sup>4</sup>

- **Gleichbehandlungsgrundsatz:** Inhaber der gleichen Gattung von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind gleich zu behandeln.<sup>5 6</sup> Nach der Begründung des Regierungsentwurfs sind mit diesem Grundsatz insbesondere solche Angebote unvereinbar, die die Höhe der vom Bieter angebotenen Gegenleistung vom Zeitpunkt der Annahmeerklärung abhängig machen, „um ein «Windhundrennen» herbeizuführen, da innerhalb der Angebotsfrist alle Aktionäre die Möglichkeit haben sollen, das Angebot zu gleichen Bedingungen anzunehmen.“<sup>7</sup> Aus der Begründung lässt sich schließen, dass nicht nur eine zeitliche Staffelung der Höhe der Gegenleistung, sondern jegliche Form der Preisdifferenzierung von dem Verbot erfasst ist. Ebenso unzulässig ist das Versprechen an einzelne – etwa institutionelle – Aktionäre, das Angebot nachzubessern sowie die Gewährung eines höheren Preises für Aktionäre, die ihre Aktien über einen bestimmten Vertriebsweg dem Bieter

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu WIRTZ (2004), Kapitel F.

<sup>2</sup> Im Folgenden wird verkürzend auch einfach von Bundesanstalt gesprochen.

<sup>3</sup> Vgl. §§ 36, 37 WpÜG i.V.m. §§ 8 – 12 WpÜG-VO.

<sup>4</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 35.

<sup>5</sup> Vgl. § 3 Abs.1 WpÜG.

<sup>6</sup> Zu den einzelnen Gattungen von Wertpapieren sei auf die Ausführungen in Abschnitt 3.5 verwiesen.

<sup>7</sup> BUNDESREGIERUNG (2001), S. 35. Vgl. auch PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 15; ASSMANN (2002), S. 116.

andienen.<sup>1</sup> Damit ergeben sich direkt aus diesem Grundsatz konkrete Einschränkungen der Ausgestaltungsmöglichkeiten für öffentliche Angebote. Gesetzliche Ausprägungen des Grundsatzes, die sich in weiteren Einschränkungen niederschlagen, finden sich an mehreren Stellen des Gesetzes, z.B. in §§ 19, 31 und 32.

- **Grundsatz ausreichender Zeit und Information:** Die Wertpapierinhaber müssen über genügend Zeit und die notwendigen Informationen für ihre Entscheidung über die Annahme des Angebots verfügen.<sup>2</sup> Dieser Grundsatz findet seinen Niederschlag vor allem in den Mindestangaben, die eine Angebotsunterlage enthalten muss, weitreichenden Veröffentlichungspflichten und in der Mindestlaufzeit der Annahmefrist von 4 Wochen.
- **Grundsatz der Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft auf das Gesellschaftsinteresse:** Mit diesem Grundsatz wird klargestellt, dass die genannten Gesellschaftsorgane auch während eines Angebotsverfahrens weiterhin im Interesse der Gesellschaft handeln müssen.<sup>3</sup> Damit sind nach der Begründung des Regierungsentwurfs ausdrücklich nicht nur die Interessen der Aktionäre, sondern auch diejenigen der Arbeitnehmer sowie der „Gesellschaft insgesamt“ gemeint.<sup>4</sup> Welcher Personenkreis im Einzelnen erfasst ist und wie bei unterschiedlichen Interessen abzuwägen ist, ist allerdings in der juristischen Literatur heftig umstritten.<sup>5</sup> Es scheint sich jedoch als herrschende Meinung durchzusetzen, dass der Schutz von Gläubigern und Arbeitnehmern nicht primär durch Aktienrecht und WpÜG, sondern durch das allgemeine Zivilrecht einschließlich Insolvenzrecht sowie durch das Arbeitsrecht gewährleistet werden soll, woraus sich der Schluß ziehen lässt, dass vorrangig Aktionärsinteressen zu berücksichtigen sind.<sup>6</sup>
- **Grundsatz der raschen Durchführung des Angebotsverfahrens:** Sowohl der Bieter als auch die Zielgesellschaft sollen das Verfahren zügig durchfüh-

---

<sup>1</sup> SCHWENNICKE (2002), § 3, Rn. 8.

<sup>2</sup> Vgl. § 3 Abs. 2 WpÜG.

<sup>3</sup> Vgl. § 3 Abs. 3. Hierzu PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 15; ASSMANN (2002), S. 116.

<sup>4</sup> BUNDESREGIERUNG (2001), S. 35.

<sup>5</sup> Vgl. für eine weitreichende Einbeziehung von Arbeitnehmer- und Drittinteressen HOPT (1993), S. 551 – 552; MÜLBERT (1999); MÜLBERT/BIRKE (2001); MERKT (2001). Für eine nachrangige Berücksichtigung dieser Interessen vgl. HORN (2000); KIRCHNER (2000), S. 1824; KORT (2000), S.1435.

<sup>6</sup> Vgl. HORN (2000), S. 481; KIRCHNER (2000), S. 1822, WIESE/DEMISCH (2001), S. 851, SCHWENNICKE (2002), § 3 Rn. 25.

ren.<sup>1</sup> Angebotsverfahren stellen häufig eine erhebliche Belastung für die Ressourcen der Zielgesellschaft dar, was durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz sogar noch verstärkt wird, da für die Organe der Zielgesellschaft bestimmte Pflichten ausgelöst werden. Der Gesetzgeber sah daher die Gefahr, dass öffentliche Angebote auch als Mittel der Wettbewerbsbehinderung eingesetzt werden können.<sup>2</sup> Aus diesem Grund soll die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum hinweg in ihrer Geschäftstätigkeit behindert werden.<sup>3</sup> Der Grundsatz schlägt sich vor allem in den Bestimmungen der Fristen für die Erfüllung der einzelnen Pflichten von Bieter und Organen der Zielgesellschaft nieder.<sup>4 5</sup>

- **Vermeidung von Marktverzerrungen:** Durch den Handel mit Wertpapieren der Zielgesellschaft dürfen keine Marktverzerrungen geschaffen werden.<sup>6</sup> Durch dieses Verbot soll verhindert werden, dass unrichtige oder unvollständige Informationen und Gerüchte sowie „in spekulativer Absicht bewirkte Kursschwankungen“ die Wertpapierinhaber zu sachlich nicht gerechtfertigten Entscheidungen verleiten, wodurch diese geschädigt werden können.<sup>7</sup> Als marktverzerrend werden beispielsweise Verkäufe von Wertpapieren durch den Bieter in der Absicht, den Börsenkurs vor Abgabe eines Angebots zu senken, angesehen.<sup>8</sup> Der Grundsatz richtet sich nicht nur an den Bieter, sondern auch an mit ihm gemeinsam handelnde Personen, an die Organe der Zielgesellschaft und sonstige Dritte und ist in engem Zusammenhang mit den Verboten der §§ 14, 38 WpHG (Verbot des Insiderhandels) sowie § 20 a WpHG (Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation) zu sehen.<sup>9</sup>

---

1 Vgl. § 3 Abs. 4 WpÜG.

2 Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 35.

3 Vgl. PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 15; LIEBSCHER (2001), S. 859; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 3 Rn. 14.

4 Vgl. SCHWENNICKÉ (2002), § 3 Rn. 40 – 41.

5 Vgl. zu diesen Vorschriften Abschnitt C 6.

6 Vgl. § 3 Abs. 5 WpÜG.

7 Vgl. STEINMEYER/HÄGER (2002), § 3 Rn. 16.

8 Vgl. ASSMANN (2002), S. 116.

9 Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 35; ASSMANN (2002), S. 116; SCHWENNICKÉ (2002), § 3 Rn. 42. Die Gesetzesbegründung bezieht sich noch auf den § 88 BörsG, der in der Zwischenzeit aufgehoben und durch § 20 a WpHG ersetzt wurde. Zur Insiderproblematik bei Übernahmeangeboten vgl. HOPT (1991), S. 32 – 33; ASSMANN (1994), S. 252 – 253; CAHN (1998), S. 18; WITTICH (1999).

## 4.4 Besondere Pflichten des Bieters bei öffentlichen Angeboten

### 4.4.1 Vorbemerkung

Bei den nachfolgend darzustellenden besonderen Pflichten des Bieters wird als Gliederungskriterium die in Abschnitt 3 entwickelte Systematik herangezogen. Hinsichtlich dieser Kriterien kann weiterhin danach unterschieden werden, welche Verpflichtungen für alle Angebote zum Erwerb von Wertpapieren gelten und welche zusätzlich oder abweichend bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten zu erfüllen sind. Dieser Einteilung folgt die nachfolgende Darstellung.

### 4.4.2 Rechtliche Bindungswirkung

Hinsichtlich der rechtlichen Bindungswirkung wurden in Abschnitt 3.2 die beiden grundsätzlichen Möglichkeiten unterschieden, ein verbindliches Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten (*invitatio ad offerendum*) zu formulieren<sup>1</sup>. Letztere Möglichkeit ist nach § 17 WpÜG ausdrücklich untersagt. Begründet wird dies damit, dass ein Angebot in der Regel gravierende Folgen für das Zielunternehmen, dessen Management und die Wertpapierinhaber auslöse. Behinderungen der Zielgesellschaft durch Angebote, an die der Bieter nicht gebunden sei, seien deshalb zu vermeiden. Aus diesem Grund sei es sachgerecht, den Bieter zur Abgabe eines verbindlichen Angebots zu verpflichten.<sup>2</sup>

Die Folgen dieses Verbots sind ausgesprochen weitreichend, denn hierdurch wird zugleich jegliche Form der angebotsorientierten Preis- oder Mengenfestsetzung vereitelt, welche die Ausgestaltung als *invitatio ad offerendum* notwendig voraussetzen.<sup>3</sup> Insofern ist zu fragen, ob eine Vermeidung des Missbrauchs von Angeboten zur Behinderung der Zielgesellschaft nicht auf andere Weise ohne diese gravierenden Folgen erreicht werden könnte.

Die Gesetzesbegründung stellt zwar – freilich ohne empirischen Beleg – fest, dass schon vor dem WpÜG Angebote mehrheitlich als rechtlich bindende Angebote ausgestaltet worden seien, womit vermutlich suggeriert werden soll, dass die Einschränkung insofern unbedeutend sei.<sup>4</sup> Doch selbst wenn dieser Befund zutreffend

---

<sup>1</sup> Vgl. Abschnitt B 4.2.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 47.

<sup>3</sup> Vgl. Abschnitt B 4.4 und 4.5. Auf Einschränkungen bei Preis- und Mengenregeln wird weiter unten noch vertiefend eingegangen.

<sup>4</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 47.

sein sollte, muss es wohl wenigstens eine Minderheit geben, die eine Ausgestaltung als *invitatio ad offerendum* in der Vergangenheit vorgezogen hat. Gründe hierfür könnten z.B. in der damit verbundenen Möglichkeit der angebotsorientierten Mengen- und Preisfestsetzung liegen. Um diese Möglichkeiten abzuschneiden, bedarf es nach Auffassung des Verfassers einer überzeugenderen Begründung, zumal weder der Gesetzgeber noch einer der vielen ihm in dieser Frage kritiklos folgenden Autoren<sup>1</sup> auch nur einen einzigen Fall in der Vergangenheit anführen können, in dem ein als *invitatio ad offerendum* ausgestaltetes Angebot missbräuchlich eingesetzt wurde. Aufgrund der vielfältigen vom Bieter bei einem Angebot zu erfüllenden Pflichten, welche mit nicht unerheblichem Aufwand verbunden sind, und unter Einbeziehung möglicher Rückwirkungen auf die Reputation des Bieters kann grundsätzlich bezweifelt werden, dass ein solches nicht ernst gemeintes Angebot besonders geeignet ist, sich Wettbewerbsvorteile zu verschaffen.

In gleichem Zusammenhang ist auch das Verbot zu sehen, ein Angebot unter dem Vorbehalt des Widerrufs oder des Rücktritts abzugeben.<sup>2</sup> Weiterhin sind Bedingungen unzulässig, deren Eintritt der Bieter bzw. mit ihm gemeinsam oder für ihn handelnde Personen ausschließlich selbst herbeiführen können.<sup>3</sup> Mit diesen Regelungen soll ebenfalls erreicht werden, dass der Bieter grundsätzlich an sein Angebot gebunden sein soll.<sup>4</sup>

Immerhin sind Bedingungen bei Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren nicht grundsätzlich ausgeschlossen. Durch die verpflichtende Bindungswirkung seines Angebots in Verbindung mit dem zeitlichen Rahmen, der den Aktionären zur Annahme des Angebots zur Verfügung steht, ergibt sich für den Bieter die Gefahr, dass sich nach Abgabe des Angebots wesentliche Rahmendaten ändern. Daneben kann es erforderlich sein, bestimmte Erlaubnisse oder Zustimmungen einzuholen, sei es von der eigenen Hauptversammlung, seien es behördliche Genehmigungen.<sup>5</sup> Schließlich ist die Bewertung des Unternehmens für den Bieter häufig vom Erreichen eines bestimmten Mindeststimmrechtsanteils abhängig.<sup>6</sup> Diese und andere Gründe können aus der Sicht des Bieters zur Notwendigkeit von Bedingungen im Angebot führen.

---

<sup>1</sup> Z.B. PÖTZSCH/MÖLLER ( 2000), S. 21 – 22; LAND/HASSELBACH (2000), S. 1750 – 1751; BUSCH (2002), S. 145, GEIBEL (2002), § 17 Rn. 3 -6.

<sup>2</sup> Vgl. § 18 Abs. 2 WpÜG.

<sup>3</sup> Vgl. § 18 Abs. 1 WpÜG.

<sup>4</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 47; GEIBEL (2002), § 18 Rn. 1; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 18 Rn. 1.

<sup>5</sup> Vgl. BUSCH (2002); S. 145.

<sup>6</sup> Vgl. zu derartigen Bewertungskalkülen WIRTZ (2004), Kapitel D.

Diesem Bedürfnis trägt das Gesetz Rechnung, indem solche Bedingungen zulässig sind, soweit ihr Eintritt nicht vom Bieter allein ausgelöst werden kann.<sup>1</sup> Ausweislich der Gesetzesbegründung sind beispielsweise Bedingungen zulässig, die die Wirksamkeit des Angebots von noch ausstehenden kartellrechtlichen oder sonstigen behördlichen Entscheidungen abhängig machen oder an das Erreichen einer bestimmten Mindestquote knüpfen. Gleiches gilt für ein Angebot unter der Bedingung der Zustimmung der Hauptversammlung des Bieters, der in diesem Fall allerdings verpflichtet ist, einen entsprechenden Beschluss noch innerhalb der Annahmefrist herbeizuführen.<sup>2 3</sup> Auch wird die Bedingung, dass während der Angebotsfrist keine Abwehrmaßnahmen wie etwa der Verkauf wesentlicher Betriebsteile vorgenommen werden, als zulässig angesehen, sofern sie hinreichend bestimmt formuliert sind.<sup>4</sup>

Für *Übernahmeangebote* ergeben sich demgegenüber keine weiteren Einschränkungen, wohl aber für *Pflichtangebote*. Die Pflicht, ein Angebot abzugeben, wird ihrer Natur nach als generell bedingungsfeindlich angesehen, da sich der Bieter sonst durch Setzung einer kaum oder gar nicht erfüllbaren Bedingung seiner Verpflichtung entziehen könnte.<sup>5</sup> Daher sind für Pflichtangebote jegliche Bedingungen grundsätzlich ausgeschlossen.<sup>6</sup>

#### 4.4.3 Art der Gegenleistung

Aus dem für *alle Angebote* geltenden dritten Abschnitt des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ergeben sich keine Einschränkungen hinsichtlich der Art der Gegenleistung.

---

<sup>1</sup> Vgl. § 18 Abs. 1 WpÜG.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 48.

<sup>3</sup> Bislang ungeklärt ist die Frage der Zulässigkeit sog. „Force-Majeure-Klauseln“, auch „Material-Adverse-Change-Klauseln“ genannt, welche bei wesentlichen nachteiligen Ereignissen unvorhersehbarer Art greifen. Hier ergibt sich das besondere Problem der objektiven und rechtssicheren Feststellbarkeit derartiger Klauseln. § 18 (1) WpÜG schließt derartige Klauseln nicht explizit aus, ihre Zulässigkeit wird jedoch im Einzelfall nach ihrer genauen Formulierung zu prüfen sein. Vgl. BUSCH (2002), S. 150–151.

<sup>4</sup> Vgl. RIEHMER/SCHRÖDER (2001), S. 7; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 18 Rn. 9.

<sup>5</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 62; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 18 Rn. 3, 10. Einschränkend GEIBEL, der zumindest in bestimmten Fällen, in denen ansonsten eine Kollision mit anderen gesetzlichen Vorschriften auftreten würde, Bedingungen auch in Pflichtangeboten für zulässig hält. Vgl. GEIBEL (2002), § 18 Rn. 38.

<sup>6</sup> Vgl. § 39 i.V.m. § 18 Abs. 1 WpÜG.

Anders verhält es sich jedoch für *Übernahmeangebote* und *Pflichtangebote*. Bei diesen Angeboten ist der Bieter verpflichtet, den Aktionären der Zielgesellschaft entweder eine Geldleistung in Euro oder liquide Aktien anzubieten, die zum Handel an einer Börse im Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind.<sup>1</sup> Neben mindestens einer dieser beiden Alternativen kann der Bieter beliebige weitere Gegenleistungen offerieren.<sup>2</sup> Auch Kombinationsangebote bestehend aus einem Umtausch gegen liquide Aktien plus Barzahlung in Euro werden als zulässig angesehen.<sup>3</sup> Werden den Inhabern stimmberechtigter Aktien andere Aktien angeboten, so müssen diese ebenso stimmberechtigt sein.<sup>4</sup> Hinsichtlich des Emittenten ergeben sich keine Restriktionen, insbesondere ist der Bieter also nicht auf eigene Aktien beschränkt, sondern kann Aktien beliebiger anderer Unternehmen anbieten, sofern diese den beschriebenen Anforderungen genügen.

Jedoch ist der Bieter verpflichtet, den Aktionären der Zielgesellschaft dann zumindest wahlweise eine Gegenleistung in Euro anzubieten, wenn er oder ihm zuzurechnende Personen<sup>5</sup>

- in den letzten drei Monaten vor Veröffentlichung des Angebots mindestens fünf Prozent der Aktien oder Stimmrechte der Zielgesellschaft (**Vorerwerbe**) oder
- während der Annahmefrist insgesamt mindestens ein Prozent der Aktien oder Stimmrechte (**Parallelerwerbe**)

gegen Zahlung einer Geldleistung erworben hat.<sup>6</sup> <sup>1</sup> Auch diese Bestimmung wird auf den Gleichbehandlungsgrundsatz gestützt.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. § 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 55; THUN (2002), § 31 Rn. 21 – 22.

<sup>3</sup> Vgl. THAETER/BARTH (2001), S. 547; THUN (2002), § 31 Rn. 24 – 25.

<sup>4</sup> Vgl. § 31 Abs. 2 S. 2 WpÜG.

<sup>5</sup> Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird im Folgenden auf die ausdrückliche Nennung der dem Bieter zuzurechnenden Personen verzichtet. Immer wenn von Erwerben durch den Bieter gesprochen wird, soll dieser Personenkreis mit erfasst sein, sofern er nicht ausdrücklich ausgeschlossen wird.

<sup>6</sup> Vgl. § 31 Abs. 3 WpÜG. Die ursprüngliche Fassung im Regierungsentwurf lautete noch „... vor Ablauf der Annahmefrist Aktien der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung erworben haben.“ Wäre diese Formulierung in das Gesetz übernommen worden, hätte auch der Erwerb nur einer einzigen Aktie gegen Geldleistung während des Angebotsverfahrens dazu geführt, dass der Bieter sämtlichen Aktionären gegenüber zu einem Barangebot verpflichtet gewesen wäre. Durch die Änderung wurde eine Bagatellgrenze eingeführt, die unbillige Härten vermeiden soll. Vgl. FINANZAUSSCHUSS (2001), S. 68.

#### 4.4.4 Preisregeln

Durch das bereits beschriebene Verbot, das Angebot als *invitatio ad offerendum* auszugestalten, ergibt sich die Unmöglichkeit der angebotsorientierten Preisfestsetzung, da eine solche begriffsnotwendig die Einholung von Verkaufsangeboten voraussetzt.<sup>3</sup> Daneben ergibt sich aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz<sup>4</sup> ein Verbot jeglicher Preisdifferenzierung.<sup>5</sup> Darüber hinaus gibt es keine für alle Angebote geltenden Preisregeln.

Für *Übernahmeangebote* und *Pflichtangebote* hingegen schreibt das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vor, dass der Bieter eine „angemessene“ Gegenleistung anzubieten habe. Bei der Bestimmung der im Sinne der Vorschrift angemessenen Gegenleistung sind grundsätzlich der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien im Vorfeld des Angebots sowie Erwerbe von Aktien durch den Bieter zu berücksichtigen.<sup>6</sup> Von einer gesetzlichen Regelung der Höhe der Gegenleistung wurde abgesehen. Die nähere Bestimmung erfolgt stattdessen in einer vom Bundesministerium der Finanzen erlassenen Rechtsverordnung.<sup>7</sup> Die dort geregelten Preisbindungen lassen sich auf zwei Mindestgrenzen verdichten. Danach muss die Gegenleistung

1. mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter innerhalb der letzten drei Monate vor Veröffentlichung eines öffentlichen Angebots gewährten oder vereinbarten Gegenleistung für den Erwerb<sup>8</sup> von Aktien der Zielgesellschaft<sup>9</sup> (sog. **Gleichpreisregel**)<sup>10</sup> und

---

<sup>1</sup> Ein Erwerb im Sinne der Vorschrift liegt erst dann vor, wenn die entsprechenden Aktien dinglich übereignet sind. Um Umgehungen durch ein abweichendes Übereignungsdatum zu verhindern, sieht § 31 Abs. 6 WpÜG die Gleichstellung sonstiger Vereinbarungen vor, aufgrund derer die Übereignung verlangt werden kann (sog. erwerbsgleiche Vereinbarungen). Hierunter fallen z.B. Optionsverträge oder der Erwerb von Bezugsrechten. Vgl. dazu THUN (2002), § 31 Rn. 65 – 73.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 55; PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 23; THUN (2002), § 31 Rn. 27.

<sup>3</sup> Vgl. Abschnitt 3.4.

<sup>4</sup> Vgl. § 3 Abs. 1 WpÜG.

<sup>5</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 4.3.

<sup>6</sup> Vgl. § 31 Abs. 5 WpÜG, für Pflichtangebote § 31 Abs. 5 i.V.m. § 39 WpÜG.

<sup>7</sup> Vgl. § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. §§ 3 – 7 WpÜG-VO

<sup>8</sup> Dem Erwerb gleichgestellt sind gem. § 31 Abs. 6 WpÜG Vereinbarungen, auf Grund derer die Übereignung verlangt werden kann.

<sup>9</sup> Vgl. § 4 WpÜG-VO.

<sup>10</sup> Vgl. HOUBEN (2000), S. 1880; THUN (2002), § 31 Rn. 80.

2. mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots entsprechen<sup>1</sup> (sog. **Börsenpreisregel**)<sup>2</sup>. Dabei ist der Durchschnittskurs bei zum Handel an einer inländischen Börse zugelassenen Aktien als nach Umsätzen gewichteter Durchschnitt zu berechnen.<sup>3</sup> Bei Aktien, die ausschließlich an einem organisierten Markt in einem anderen Staat des europäischen Wirtschaftsraums zugelassen sind, ist die Börse mit den höchsten Umsätzen in diesem Zeitraum maßgeblich.<sup>4</sup> Der Durchschnitt soll dann anhand der täglichen Schlussauktion ermittelt werden. Wird eine solche nicht durchgeführt, kann ein anderes geeignetes Verfahren, dessen Grundlage täglich festgestellte Kurse sind, verwendet werden.<sup>5 6</sup>

Der Beobachtungszeitraum für Vorerwerbe und der Erhebungszeitraum für die Feststellung des durchschnittlichen Börsenkurses sind zwar gleich lang, fallen aber wegen der unterschiedlichen Endzeitpunkte teils auseinander. Während für den Beobachtungszeitraum das Ende durch die Veröffentlichung des Angebotes markiert wird, endet der Erhebungszeitraum für die Börsenkurse bereits mit der Veröffentlichung der Entscheidung, ein Angebot abzugeben. Zwischen diesen beiden Zeitpunkten können bis zu acht Wochen liegen, sodass sich die beiden Zeiträume entsprechend überlappen.<sup>7</sup>

Die Gleichpreisregel folgt nach Ansicht des Gesetzgebers aus dem Gleichbehandlungsgrundsatz.<sup>8</sup> Offenbar will der Gesetzgeber nicht nur die Aktionäre gleich behandeln, die im Rahmen des Angebotes verkaufen, sondern möchte den Gleichbehandlungsgrundsatz auf alle Aktionäre (mit gleicher Aktiengattung) erstrecken. Legt man dieses weite Verständnis von Gleichbehandlung zu Grunde, so ist der Grundsatz jedoch durch diese Regel gerade nicht verwirklicht, denn die Wirkungsrichtung ist nur einseitig: Zwar können Aktionäre, die im Rahmen des Angebotes verkaufen, nicht weniger erhalten als solche Aktionäre, die im Rahmen von Vorerwerben verkaufen, umgekehrt können aber diese vorher verkaufenden Aktionäre nicht an einem eventuell höheren Angebotspreis partizipieren.<sup>9</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. § 5 Abs. 1 WpÜG-VO und § 6 Abs. 1 WpÜG-VO.

<sup>2</sup> Vgl. HOUBEN (2000), S. 1880; THUN (2002), § 31 Rn. 88.

<sup>3</sup> Vgl. § 5 Abs. 3 WpÜG-VO.

<sup>4</sup> Vgl. § 5 Abs. 1 WpÜG-VO.

<sup>5</sup> Vgl. § 5 Abs. 3 WpÜG-VO.

<sup>6</sup> Zu Einzelheiten des Berechnungsverfahrens vgl. SCHULZ (2003), S. 116 – 119.

<sup>7</sup> Vgl. SCHULZ (2003), S. 116.

<sup>8</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. S. 79 – 80.

<sup>9</sup> Vgl. auch STEINMEYER/HÄGER (2002), § 31 Rn. 11.

Es ist allerdings bereits fraglich, ob überhaupt eine Gleichbehandlung zwischen Aktionären, die im Rahmen eines Angebots verkaufen und solchen, die vorher verkaufen, sachlich gerechtfertigt ist. Eine Unterscheidung könnte vor allem dann angezeigt sein, wenn im Rahmen von Vorerwerben größere Pakete gekauft werden. So sahen sowohl der Diskussionsentwurf als auch der Referentenentwurf vor, dass bei außerbörslichen Erwerben der Erwerbspreis im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebotes um höchstens 15 % unterschritten werden durfte. Dies wurde damit begründet, dass Paketzuschläge „Ausdruck einer besonderen ökonomischen Leistung“<sup>1</sup> seien und nicht sämtlichen (Klein-)Aktionären zugute kommen sollten, da diese nicht die gleiche Leistung erbracht hätten.<sup>2</sup> Die Argumentation stellt allerdings ausschließlich auf den Wert ab, den ein Paket für den Übernehmer hat, insbesondere wenn es ihm die Kontrolle vermittelt. Vernachlässigt wird dagegen die Betrachtung des Wertes für den bisherigen Paketinhaber. Wie man sich leicht überlegen kann, kann für Paketinhaber aus Synergien und anderen externen Effekten durchaus ein höherer Wert der Aktien als für die Minderheitsaktionäre resultieren. Dieser höhere Wert geht aber nur dem bisherigen Paketinhaber durch den Verkauf verloren. Es besteht hingegen kein hinreichender Grund, auch den Minderheitsaktionären, die auch vor dem Verkauf nicht an derartigen externen Effekten partizipieren konnten, ebenfalls diesen zusätzlichen Wert zu entgelten. Diese Gedanken können jedoch an dieser Stelle nicht vertieft werden.<sup>3</sup> In der Diskussion um den Gesetzesentwurf hat sich jedoch die gegenteilige Meinung durchgesetzt, dass eine unterschiedliche Behandlung nicht gerechtfertigt sei („one share one price“), sodass auch diese begrenzte Möglichkeit der Differenzierung zwischen Käufen im Rahmen des Angebots und (Paket-) Käufen vor Abgabe des Angebots aus dem Gesetzesentwurf gestrichen wurde.<sup>4</sup>

Anders als im Rahmen der Bestimmung der Art der Gegenleistung gem. § 31 Abs. 3 WpÜG<sup>5</sup> ist bei der Gleichpreisregel gem. § 4 WpÜG-VO keine Bagatellgrenze vorgesehen. Das hat zur Folge, dass bereits der Erwerb einer einzigen Aktie innerhalb des Referenzzeitraums durch den Bieter oder eine der ihm zuzurechnenden Personen die Mindesthöhe der Gegenleistung beeinflusst.<sup>6</sup>

Eine ausdrückliche Begründung für die Börsenpreisregel gibt der Gesetzgeber hingegen nicht. Offenbar sieht er es als selbstverständlich an, dass der Börsenpreis

---

1 PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 23.

2 Vgl. auch KRAUSE (2000), S. 909; LIEBSCHER (2001), S. 865.

3 Vgl. zu einer ausführlichen modelltheoretischen Analyse der Wirkungen WIRTZ (2004).

4 Vgl. THUN (2002), § 31, Rn 86 – 87.

5 Vgl. Abschnitt C 6.2.2.

6 Vgl. STEINMEYER/HÄGER (2002), § 31 Rn 13; THUN (2002), § 32 Rn. 83. Kritisch dazu LIEBSCHER (2001), S. 861.

für jeden Aktionär die Wertuntergrenze darstellt. Dahinter steht möglicherweise die Vorstellung, der Börsenkurs sei so etwas wie der „objektive“ oder „wahre“ Wert einer Aktie oder zumindest ein Indikator hierfür, der nur gewissen Schwankungen um den „wahren“ Wert unterliegt. Hierauf deutet jedenfalls das Abstellen auf einen gewichteten Durchschnittskurs von drei Monaten hin, wodurch ausweislich der Gesetzesbegründung vermieden werden soll, dass außergewöhnliche Kursausschläge unverhältnismäßig starke Berücksichtigung finden.<sup>1</sup> Dafür spricht auch, dass in bestimmten Situationen, etwa bei geringem Handelsvolumen, an die Stelle der Börsenbewertung eine Unternehmensbewertung (durch Sachverständige) treten soll,<sup>2</sup> da in derartigen Einzelfällen Börsenkurse nicht aussagekräftig seien.<sup>3</sup>

Schon diese Sichtweise ist als verfehlt anzusehen. Es ist in der Betriebswirtschaftslehre unbestritten, dass es etwas wie einem „objektiven“ oder „wahren“ Unternehmenswert nicht geben kann.<sup>4</sup> Der Wert einer Sache ist stets Ausdruck eines individuellen Bewertungsvorgangs und kann daher nur auf ein bestimmtes Subjekt, in diesem Fall einen einzelnen Aktionär, bezogen werden und stellt dessen Werteinschätzung des Gegenstandes dar, in diesem Falle der Aktie.<sup>5</sup> Sie kann (zufällig) mit dem Börsenkurs übereinstimmen, muss es jedoch keinesfalls.

Eine Begründung, warum der Börsenkurs dennoch als Untergrenze für den Wert einer Aktie aus der Sicht der aktuellen Aktionäre angesehen werden kann, könnte sich allerdings aus dem Argument ergeben, dass der Aktionär andernfalls seine Aktien zum höheren Börsenkurs verkaufen könnte. Dies setzt allerdings voraus, dass zu diesem Börsenkurs auch eine Nachfrage in Höhe der vom jeweiligen Aktionär angebotenen Aktienmenge besteht. Selbst wenn man dies zumindest für Kleinaktionäre wenigstens annähernd unterstellen kann, stellt sich allerdings die weitere Frage, warum der Gesetzgeber bei Übernahmeangeboten diese Untergrenze festschreiben soll. Naheliegender wäre dann die Annahme, dass eine Übernahme mit einem Angebotspreis, der unterhalb der durch den Börsenkurs indizierten unteren Grenze der Werteinschätzung aller aktuellen Aktionäre liegt, die Übernahme sowieso nicht gelingen könnte, da keiner der Zielgesellschaftsaktionäre verkaufen würde. Zumindest bei Übernahmeangeboten bestünde dann gar kein Schutzbedürfnis. Damit ein solches vorliegen könnte, müsste es einen Mechanismus geben, der auch eine Übernahme zu Preisen unterhalb dieser Werteinschätzung aller Aktionäre ermöglichen würde. Ein solcher könnte allerdings in dem oftmals be-

---

1 Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 80.

2 Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-VO.

3 Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 80.

4 Vgl. dazu näher WIRTZ (2004), Abschnitt D 2.1.

5 Vgl. zum Wertbegriff grundlegend ENGELS (1962), S. 1 – 44.

schriebenen Druck auf die Aktionäre liegen, ihre Aktien aus Angst vor der unliebsamen Position als Minderheitsgesellschafter auch unterhalb ihrer eigentlichen Wertschätzung abzugeben. Diese Situation wird in der Literatur oftmals mit dem aus der Spieltheorie bekannten Gefangenendilemma verglichen.<sup>1</sup> Es lässt sich zeigen, dass der unter bestimmten Voraussetzungen tatsächlich ein solcher Druck entstehen kann (wenn auch aus anderen Gründen als im klassischen Gefangenendilemma). Diesem Abgabedruck wird jedoch wirksam durch die weiter unten noch näher beschriebene verlängerte Annahmefrist gem. § 16 Abs. 2 WpÜG begegnet. Auf diese Problematik kann hier jedoch nicht ausführlich eingegangen werden.<sup>2</sup>

Anders sieht es jedoch bei Pflichtangeboten aus. Liegt ein Pflichtangebot vor, so hat der Übernehmer die Kontrolle bereits erlangt. Gäbe es keine Mindestgrenze, so könnte der Übernehmer die Angebotspflicht leer laufen lassen, indem er einen unakzeptabel niedrigen Angebotspreis (im Extremfall nahe Null) festsetzen würde. Der durchschnittliche Börsenkurs stellt dabei allerdings nur eine von mehreren denkbaren Untergrenzen dar.

Weiterhin ergibt sich aus dem Gesetz eine **Nachbesserungspflicht**, wenn der Bieter

- während der Annahmefrist Aktien erwirbt (Parallelerwerbe) oder
- innerhalb eines Jahres *außerbörslich* Aktien erwirbt (Nacherwerbe)

und hierfür wertmäßig eine höhere als die im Angebot genannte Gegenleistung gewährt.<sup>3</sup> Im ersten Fall erhöht sich die im Rahmen des Angebots zu gewährende Gegenleistung kraft Gesetzes, ohne dass hierfür eine Veröffentlichung durch den Bieter erforderlich ist.<sup>4</sup> Im zweiten Fall ist der Bieter verpflichtet, den Aktionären, die das Angebot angenommen haben, eine Geldleistung in Höhe des Unterschiedsbetrages zu zahlen.<sup>5</sup> Eine Ausnahme von dieser Pflicht liegt vor, wenn der Erwerb auf Grund einer gesetzlichen Verpflichtung erfolgt, also etwa einer Abfindung bei Abschluss eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrags.<sup>6</sup> Auch die Nachbesserungspflicht wird als Ausfluss des Gleichbehandlungsgrundsatzes

---

<sup>1</sup> Vgl. z.B. z.B. COFFEE (1984), S. 1169; ASSMANN /BOZENHARDT (1990), S. 11 - 12; RÖHRICH (1992); S. 84 – 85; PRANTL (1994), S. 160.

<sup>2</sup> Vgl. dazu die spieltheoretische Analyse in WIRTZ (2004), Abschnitt D 3.3.3.

<sup>3</sup> Vgl. § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG.

<sup>4</sup> Vgl. THUN (2002), § 31, Rn. 52.

<sup>5</sup> Vgl. LAND/HASSELBACH (2000), S. 1752; THUN (2002), § 31, Rn. 60.

<sup>6</sup> Vgl. § 31 Abs. 5 WpÜG.

angesehen.<sup>1</sup> Bei Nacherwerben sollen zudem Umgehungstatbestände durch die zeitliche Verlagerung des Erwerbs ausgeschlossen werden.<sup>2</sup>

#### 4.4.5 Art der nachgefragten Wertpapiere

Bei öffentlichen Angeboten, die keine Übernahme- oder Pflichtangebote darstellen, ergeben sich durch das Gesetz keine Einschränkungen hinsichtlich der Art der nachgefragten Wertpapiere. Das öffentliche Angebot kann sich in diesen Fällen also auch exklusiv auf einzelne von mehreren emittierten Aktiengattungen einer Zielgesellschaft erstrecken.<sup>3</sup>

Bei *Übernahme- und Pflichtangeboten* gilt hingegen eine umfassende Vollangebotspflicht für Aktien.<sup>4</sup> Diese erstreckt sich sowohl auf die Art der Aktien als auch auf die Menge.<sup>5</sup> Eine Beschränkung des Angebots auf einzelne Aktiengattungen ist daher unzulässig. Insbesondere darf der Übernehmer also nicht ggf. emittierte stimmrechtslose Aktien von dem Angebot ausschließen.<sup>6</sup>

#### 4.4.6 Mengenregeln

Analog zu den Preisregeln sind auch angebotsorientierte Mengenregeln durch das Verbot der *invitatio ad offerendum* ausgeschlossen. Weitere für alle Angebote geltende Einschränkungen hinsichtlich der Menge liegen nicht vor. Es sind also Vollangebote wie auch Teilangebote grundsätzlich zulässig.

Zu beachten ist allerdings, dass die Abgabe eines Teilangebots, dessen vollständige Annahme zum Überschreiten der Kontrollschwelle von 30 % führen würde, als *Übernahmeangebot* zu klassifizieren wäre, bei denen Teilangebote nicht zulässig

---

<sup>1</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 55; THUN (2002), § 31 Rn. 46.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 56.

<sup>3</sup> Vgl. zu den möglichen Aktiengattungen Abschnitt 3.5.

<sup>4</sup> Vgl. § 32 WpÜG.

<sup>5</sup> Zu den Mengenregeln vgl. Abschnitt 4.4.6.

<sup>6</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 57; LAND (2001), S. 1711.

sind.<sup>1</sup> Gleiches gilt für *Pflichtangebote*.<sup>2</sup> Diese Angebotsarten haben sich – wie bereits ausgeführt – auf alle von der Zielgesellschaft emittierten Aktien zu richten.

Die Vollangebotspflicht auch für Übernahmeangebote ist in engem Zusammenhang mit der Pflichtangebotsregelung zu sehen. Der Gesetzgeber betont das besondere Schutzbedürfnis von Aktionären beim erstmaligen Entstehen oder beim Wechsel einer Kontrollstellung.<sup>3</sup> Daher sollen bei einem Angebot, bei dessen Erfolg eine derartige Kontrolle entstehen bzw. wechseln würde, *alle* Aktionäre die Möglichkeit haben, ihre Aktien an den Übernehmer zu verkaufen.<sup>4</sup>

Dieses Ziel hätte prinzipiell auch ohne die Ausdehnung der Vollangebotspflicht auch auf Übernahmeangebote erreicht werden können, wenn man auf die befreiende Wirkung des Übernahmeangebotes von der Verpflichtung zum Pflichtangebot (§ 35 Abs. 3) abgesehen hätte. Dies hätte allerdings bedeutet, dass bei einem erfolgreichen Übernahmeangebot stets ein Pflichtangebot folgen müsste. Diese Konsequenz wollte der Gesetzgeber jedoch wegen des erhöhten Aufwandes durch zwei aufeinander folgende Angebote vermeiden.<sup>5</sup>

#### 4.4.7 Zuteilungsregeln

Wegen des Ausschlusses angebotsorientierter Mengen- und Preisregeln kann die Problematik der „Überzeichnung“ des Kaufangebots, also einer Situation in der die Anzahl der Wertpapiere, die der Bieter erwerben kann, höher ist als die Anzahl der Wertpapiere, die er zu erwerben sich verpflichtet hat, nur bei Teilangeboten auftreten. Teilangebote sind – wie eben ausgeführt – jedoch nur bei Angeboten zulässig, die keine Übernahmeangebote oder Pflichtangebote sind. Das Gesetz schreibt vor, die Annahmeerklärungen grundsätzlich verhältnismäßig (pro rata) zu berücksichtigen.<sup>6</sup> Der größte Teil des breiten Spektrums der denkbaren Zuteilungsverfahren ist damit unzulässig.<sup>7</sup>

---

1 Vgl. § 32 WpÜG.

2 Vgl. § 32 i. V.m. § 39 WpÜG für Pflichtangebote.

3 Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 34, S. 60.

4 Vgl. THUN (2002), § 32, Rn. 1

5 Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 60

6 Vgl. § 19 WpÜG.

7 Vgl. Abschnitt 3.7.

Begründet wird auch diese Einschränkung mit dem allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz.<sup>1</sup> Eine Zuteilung nach anderen Kriterien ist nach der Gesetzesbegründung ausdrücklich unzulässig. Ausnahmen vom Grundsatz der verhältnismäßigen Zuteilung sind in engen Grenzen aus Gründen der Praktikabilität zulässig, etwa eine vollständige Berücksichtigung kleinerer Bestände.<sup>2</sup> Daneben sind Regelungen zur Erfüllung der Ganzzahligkeitsbedingung erforderlich, da nur der Erwerb ganzer Aktien möglich ist.<sup>3</sup>

#### **4.4.8 Annahmefrist**

Die Frist für die Annahme eines Angebots darf grundsätzlich nicht weniger als vier und nicht mehr als zehn Wochen betragen. Sie beginnt mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage.<sup>4</sup> Der Gesetzgeber versucht durch diesen Rahmen sicherzustellen, dass einerseits den Aktionären der Zielgesellschaft genügend Zeit für die Entscheidungsfindung zu Verfügung steht, andererseits aber das Verfahren insgesamt zügig abgewickelt wird.<sup>5</sup>

Trotz der grundsätzlich innerhalb dieser Grenzen beliebigen Bestimmung der Frist nach dem Ermessen des Bieters, kann dieser die tatsächliche Laufzeit nicht vollständig bestimmen, da eine Reihe von gesetzlich benannten Ereignissen zu einer Fristverlängerung führt. Wird z.B. im Zusammenhang mit dem Angebot eine Hauptversammlung der Zielgesellschaft einberufen, so beträgt die Frist unabhängig von dem im Angebot bestimmten Zeitraum automatisch zehn Wochen.<sup>6</sup> Im Falle einer Änderung des Angebots<sup>7</sup> durch den Bieter innerhalb der letzten beiden Wochen der Laufzeit verlängert sich die Frist um zwei Wochen.<sup>8</sup> Eine Verlängerung der Annahmefrist erfolgt auch, wenn während ihres Laufes ein anderer Bieter ein konkurrierendes Angebot abgibt, dessen Annahmefrist später abläuft. In

---

<sup>1</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 60; STEINMEYER/HÄGER (2002), § 19 Rn. 3.

<sup>2</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 48.

<sup>3</sup> Vgl. GEIBEL (2002), § 19 Rn. 9.

<sup>4</sup> Vgl. § 16 Abs. 1 WpÜG.

<sup>5</sup> Vgl. SCHÜPPEN (2001), S. 964.

<sup>6</sup> Vgl. § 16 Abs. 3 S. 1 WpÜG.

<sup>7</sup> Vgl. hierzu Abschnitt 4.4.10.

<sup>8</sup> Vgl. § 21 Abs. 5 WpÜG.

diesem Fall gilt für beide Angebote der spätere Termin für den Fristablauf.<sup>1</sup> Da konkurrierende Angebote theoretisch beliebig oft von beliebig vielen Personen abgegeben werden können und auch Teilangebote als konkurrierende Angebote anzusehen sind, ergibt sich für den Bieter eine erhebliche Unsicherheit, zumal sogar rechtswidrige oder durch die Bundesanstalt untersagte Angebote die fristverlängernde Wirkung entfalten.<sup>2</sup>

Handelt es sich um ein *Übernahmeangebot*, so haben die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot nicht angenommen haben, nach Ablauf der im Angebot bestimmten Frist noch zwei weitere Wochen Zeit, das Angebot anzunehmen (**verlängerte Annahmefrist**). Das gilt nur dann nicht, wenn der Bieter das Angebot vom Erwerb einer Mindestquote abhängig gemacht hat und diese nicht innerhalb der Frist erreicht wurde.<sup>3</sup> Diese gelegentlich auch als „Zaunkönigregelung“ bezeichnete Vorschrift<sup>4</sup> soll der besonderen Situation Rechnung tragen, in der sich Minderheitsaktionäre befinden, denen ein koordiniertes Vorgehen faktisch nicht möglich sei. Den Aktionären, die sich bisher noch gegen einen Verkauf gesperrt haben, soll die Möglichkeit gegeben werden, den Verlauf des Angebotsverfahrens abzuwarten und wenn eine kontrollierende Stellung des Bieters entstanden ist – nunmehr in Kenntnis dieser für ihn wertbestimmenden neuen Sachlage – doch noch zu verkaufen.<sup>5</sup>

#### 4.4.9 Zusammenarbeit mit Finanzintermediären

Die Zusammenarbeit mit Finanzintermediären ist dem Bieter weitgehend freigestellt. Für einen Fall gibt es allerdings eine Pflicht zur Zusammenarbeit: Wenn das Angebot als Gegenleistung die Zahlung einer Geldleistung vorsieht, ist durch ein vom Bieter unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen schriftlich zu bestätigen, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, damit ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit zur Verfügung stehen.<sup>6</sup> Bei den berechtigten Wertpapierdienstleis-

---

<sup>1</sup> Vgl. § 22 Abs. 3 WpÜG. Wertpapierinhaber, die bereits das erste Angebot angenommen haben erhalten für den Fall eines konkurrierenden Angebots ein Rücktrittsrecht, sodass auch sie die Möglichkeit haben, dieses Angebot noch anzunehmen. Vgl. § 22 Abs. 3 WpÜG.

<sup>2</sup> Vgl. SCHÜPPEN (2001), S. 965.

<sup>3</sup> Vgl. § 16 Abs. 2 WpÜG.

<sup>4</sup> Vgl. z.B. PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 17; SCHÜPPEN (2001), S. 966.

<sup>5</sup> Vgl. PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 17; BUNDESREGIERUNG (2001), S. 46.

<sup>6</sup> Vgl. § 13 Abs. 1 WpÜG. Hierzu näher SINGHOF/WEBER (2002).

tungsunternehmen handelt es sich um solche im Sinne des § 2 Abs. 4 WpHG.<sup>1</sup> Mit Erteilung der Bestätigung haftet der Finanzintermediär auf Schadenersatz, falls der Bieter seine Verpflichtung auf Grund der Nichtvornahme geeigneter Maßnahmen nicht erfüllen kann.<sup>2</sup>

#### **4.4.10 Wiederholung und Änderung des Angebots**

Ein Angebot darf grundsätzlich wiederholt werden. Hat die Aufsichtsbehörde allerdings das vorherige Angebot untersagt oder hat der Bieter ein früheres Angebot vom Erwerb eines Mindestanteils abhängig gemacht und diesen nicht erreicht, so tritt eine einjährige Angebotssperre in Kraft.<sup>3</sup>

Auch Änderungen eines bereits veröffentlichten Angebots sind in begrenztem Umfang möglich. Bis einen Werktag vor Ablauf der Annahmefrist darf der Bieter

- die Gegenleistung erhöhen,
- wahlweise eine andere Gegenleistung anbieten,
- einen etwaigen Mindeststimmrechtsanteil verringern oder
- auf Bedingungen verzichten.<sup>4</sup>

Zulässig sind also nur solche Modifikationen, die aus Sicht der Wertpapierinhaber zu einer Verbesserung des Angebots führen, ihnen zusätzliche Handlungsmöglichkeiten bieten oder zu einer verstärkten Bindung des Bieters an sein Angebot führen.<sup>5</sup>

Eine Änderung des Angebots, also etwa eine Erhöhung des Preises, wirkt nach dem Gesetzeswortlaut nicht unmittelbar auch für diejenigen, die das Angebot bereits (zu schlechteren Konditionen) angenommen haben. Im Falle der Änderung erhalten diese jedoch das Recht, vom Vertrag zurückzutreten.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> . Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 44.

<sup>2</sup> Vgl. § 13 Abs.2 WpÜG.

<sup>3</sup> Vgl. § 26 Abs. 1 WpÜG.

<sup>4</sup> Vgl. § 21 Abs. 1 WpÜG.

<sup>5</sup> Vgl. BUNDESREGIERUNG (2001), S. 49; THUN (2002), § 21 Rn 3..

<sup>6</sup> Kritisch hierzu RIEHMER/SCHRÖDER (2001), S. 12 – 13.

#### 4.4.11 Zusammenfassung

Die Einschränkungen in den Möglichkeiten der Ausgestaltung von Angeboten sollen abschließend in der Tabelle 2 zusammengefasst werden. Dabei werden in der ersten Hauptspalte die Pflichten aufgezählt, die alle Angebote zum Erwerb von Wertpapieren betreffen, und in der zweiten und dritten zusätzliche oder abweichende Pflichten bei Übernahme- und Pflichtangeboten.

	Alle Angebote zum Erwerb	Sondereregelungen Übernahmeangebote	Sonderregelungen Pflichtangebote
1. Rechtliche Bindungswirkung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine invitatio ad offerendum</li> <li>• Rücktritts- oder Widerrufsvorbehalt ausgeschlossen</li> <li>• Bedingungen zulässig, wenn nicht vom Bieter allein beeinflussbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine zusätzlichen Einschränkungen gegenüber allen Angeboten zum Erwerb</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• jegliche Bedingungen unzulässig</li> </ul>
2. Art der Gegenleistung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine Einschränkungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geldleistung in Euro oder liquiden Aktien, daneben beliebige weitere Gegenleistungen möglich</li> <li>• falls Aktien als Gegenleistung für stimmberechtigte Aktien, dann nur ebenfalls stimmberechtigte</li> <li>• Verpflichtung zum Barangebot bei bestimmten Vor- oder Nebenerwerben gegenbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wie bei Übernahmeangeboten</li> </ul>
3. Preisregeln	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine angebotsorientierte Preisfestsetzung möglich</li> <li>• keine Preisdifferenzierung zulässig</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mindestpreisregel unter Berücksichtigung von Börsenkursen und Vorerwerben</li> <li>• Nachbesserungspflicht bei Erwerben zu wertmäßig höherer Gegenleistung binnen eines Jahres</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wie bei Übernahmeangeboten</li> </ul>

	Alle Angebote zum Erwerb	Sondereregelungen Übernahmeangebote	Sonderregelungen Pflichtangebote
4. Art der nachgefragten Wertpapiere	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine Einschränkung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Angebot muss sich auf alle Aktiegattungen beziehen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>wie bei Übernahmeangeboten</li> </ul>
5. Mengenregeln	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine angebotsorientierte Mengenfestsetzung möglich</li> <li>Voll- und Teilangebote zulässig</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>nur Vollangebote zulässig</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>wie bei Übernahmeangeboten</li> </ul>
6. Zuteilungsregeln	<ul style="list-style-type: none"> <li>grundsätzlich nur pro rata</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine weiteren Einschränkungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine weiteren Einschränkungen</li> </ul>
7. Annahmefrist	<ul style="list-style-type: none"> <li>grundsätzlich 4 bis 10 Wochen im Ermessen des Bieters</li> <li>Verlängerung bei Einberufung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft</li> <li>Verlängerung bei Änderung des Angebots</li> <li>Verlängerung bei konkurrierendem Angebot</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>verlängerte Annahmefrist, sofern nicht Bedingung von Mindestquote verfehlt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine weiteren Einschränkungen gegenüber allen Angeboten</li> </ul>
8. Zusammenarbeit mit Finanzintermediären	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pflicht zur Bestätigung der Finanzierung bei Barangeboten durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine weiteren Pflichten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine weiteren Pflichten</li> </ul>
9. Wiederholung und Änderung des Angebots	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wiederholungen zulässig, sofern keine Sperrfrist</li> <li>Verbesserungen zulässig</li> <li>Rücktrittsrecht der Verkäufer bei Änderung des Angebots</li> <li>ggf. Nachbesserungspflicht</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine weiteren Einschränkungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine weiteren Einschränkungen</li> </ul>

Tab. 2: Zusammenfassung der Pflichten des Bieters bei der Ausgestaltung von Angeboten

#### 4.4.12 Abschließendes Beispiel

Um die Einschränkungen, die sich dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz für die Ausgestaltung von Übernahmeangeboten für börsennotierte Aktiengesellschaften ergeben, noch einmal zu verdeutlichen, soll zum Abschluss dieses Abschnitts ein reales Übernahmeangebot nach den dargelegten Kriterien kurz beschrieben werden. Hierzu soll das Übernahmeangebot der August Thyssen-Hütte AG an die Aktionäre der Rheinstahl AG aus dem Jahr 1973 verwendet werden. Das Angebot wurde trotz des älteren Datums bewusst ausgewählt, weil es eine ganze Reihe von Gestaltungsformen enthält, die nach dem neuen Gesetz gar nicht mehr zulässig wären. Daneben mag das gewählte Beispiel vielleicht dem gelegentlich zumindest unterschwellig vermittelten Eindruck entgegenwirken, öffentliche Übernahmeangebote seien in Deutschland etwas vollkommen Neues und hätten erst in den letzten Jahren an – wie auch immer gemessener – Bedeutung gewonnen.

**Beispiel:****Angebot an die Aktionäre der Rheinstahl Aktiengesellschaft<sup>1</sup>**

*Die August Thyssen-Hütte AG ist daran interessiert, eine Mehrheitsbeteiligung an der Rheinstahl AG zu erwerben. Sie bietet im Einvernehmen mit dem Vorstand und Aufsichtsrat der Rheinstahl AG den Aktionären der Gesellschaft die Möglichkeit, Aktien der Rheinstahl AG zum Preise von DM 125,- je Aktie im Nennwert von DM 100,- an ein Bankenkonsortium zu veräußern. Das unter der Führung der Dresdner Bank AG und der Deutsche Bank AG stehende Bankenkonsortium wird die Rheinstahl-Aktien für die August Thyssen-Hütte AG hereinnehmen.*

*Die Vorstände der Rheinstahl AG und der August Thyssen-Hütte AG haben Möglichkeiten der Kooperation geprüft. Die Prüfungen haben erwiesen, daß ein Zusammengehen dieser beiden Unternehmen erhebliche Chancen der Kostensenkung in Einkauf, Produktion und Absatz erschließen würde, vor allem auf den Gebieten Edelmehle, Grob- und Mittelbleche, Werften, Stahlbau und Gießerei. Die Vorstände beider Unternehmen sind davon überzeugt, daß die Verwirklichung dieser Chancen auch volkswirtschaftlich sinnvoll ist, zumal die jüngste Entwicklung auf dem Währungsgebiet den Ausleseprozeß der internationalen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Betriebe beschleunigen dürfte. Sie befürworten eine Unterlegung durch eine kapitalmäßige Beteiligung.*

*Die Aktionäre der Rheinstahl AG, die von der Möglichkeit Aktien anzubieten Gebrauch machen wollen, werden gebeten, ihre Rheinstahl-Aktien mit Gewinnanteilscheinen Nr. 17 ff. und Erneuerungsschein – Wertpapier-Kenn-Nummer 703 300 – in der Zeit vom 26. Februar bis 16. März 1973 bei einer der nachstehenden Banken oder deren Niederlassungen anzumelden und zur Verfügung zu stellen: (Es folgt die Aufzählung der Banken.)*

*Mit der Anmeldung erklären sich die Aktionäre der Rheinstahl AG damit einverstanden, daß ihre Aktien bis zur Entscheidung über den Ankauf zur Verfügung der Anmeldestelle gehalten werden.*

<sup>1</sup> Abgedruckt in SCHUBERT/KÜTING (1981), Anhang II 9.

*Es bleibt vorbehalten,*

- a) *die Anmeldefrist nach dem 9. März 1973 vorzeitig zu beenden,*
- b) *die Entgegennahme von Rhestahl-Aktien von einem noch festzulegenden Höchstbetrag ab zu repartieren,*
- c) *von dem Angebot zurückzutreten, sofern die zur Verfügung gestellten Rhestahl-Aktien einen Nominalbetrag von 51 % des gegenwärtigen Grundkapitals der Rhestahl AG nicht erreichen. Sollte von diesem Rücktrittsrecht Gebrauch gemacht werden, so wird dies innerhalb von drei Wochen nach Ablauf der Angebotsfrist im Bundesanzeiger und in den Tageszeitungen, in denen das vorstehende Angebot veröffentlicht wurde, bekanntgegeben.*

*Die Banken werden die Aktionäre über den Ankauf ihrer Aktien so bald wie möglich unterrichten und den Gegenwert für die übernommenen Aktien nach Ablauf der Angebotsfrist gutschreiben.*

*Der Verkauf der Aktien ist für die Rhestahl-Aktionäre frei von Provisionen und Spesen jeder Art sowie von Börsenumsatzsteuer.*

*Im Februar 1973*

*August Thyssen-Hütte Aktiengesellschaft Duisburg-Hamborn*

Untersucht man dieses Angebot nach den herausgearbeiteten Ausgestaltungsfeldern, so ergibt sich folgender Befund:

### **1. Rechtliche Bindungswirkung:**

Das Angebot ist ausdrücklich in Form einer Aufforderung, Angebote abzugeben, formuliert. („Aktionäre, die von der Möglichkeit Aktien anzubieten Gebrauch machen wollen, werden gebeten, ihre Rhestahl-Aktien [...] bei einer der nachstehenden Banken [...] anzumelden und zur Verfügung zu stellen.“) Dies ist gem. § 17 WpÜG unzulässig.

Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte: Bei Nichterreichen eines Kapitalanteils von 51 % behält sich die August Thyssen-Hütte AG den Rücktritt vom Angebot vor. Ein solcher Vorbehalt ist gem. § 18 Abs. 2 WpÜG unzulässig. Es dürfte zwar eine entsprechende Mindestbedingung formuliert werden, damit hätte der Bieter aber im Zeitpunkt des Abschlusses der Annahmefrist keine Entscheidungsmöglichkeit mehr.

### **2. Art der Gegenleistung:**

Es handelt sich um ein ausschließliches Barangebot in inländischer Währung. Gem. § 31 Abs. 2 WpÜG muss wenigstens eine der angebotenen Gegenleistungen in Euro oder liquiden Aktien bestehen. Abgesehen von zwischenzeitlichen Währungsumstellung genügt das Angebot also dieser Vorschrift.

### **3. Preisregeln**

Geboten wird ein Festpreis von 125 DM je Aktie als Einheitspreis für alle Aktionäre. Es liegt ein Festpreisangebot ohne Preisdifferenzierung vor, welches grundsätzlich zulässig ist. Zu beachten sind bei der Preisfestsetzung die Mindestpreisregeln. Ob diese zum damaligen Zeitpunkt erfüllt gewesen wären, ist nicht bekannt. Zur Beurteilung dieser Frage müsste man die Börsenkurse des Referenzzeitraums sowie eventuell bei Vorerwerben gezahlte Preise kennen.

### **4. Art der nachgefragten Wertpapiere**

Es werden genau bezeichnete stimmberechtigte Stammaktien nachgefragt. Da zum Zeitpunkt des Angebots keine anderen Aktiengattungen emittiert waren, entspricht es der Vollangebotspflicht gem. § 32 WpÜG hinsichtlich der Art der nachgefragten Wertpapiere.

#### **5. Mengenregeln**

Die Nachfrage erfolgt bis zu einem „noch festzulegenden Höchstbetrag“, ist also mengenmäßig nicht von vornherein eindeutig fixiert. Dies ist nur durch die unzulässige Formulierung als *invitatio ad offerendum* möglich. Bei diesem Übernahmeangebot wäre ohnehin ein Teilangebot gem. § 32 WpÜG unzulässig, es dürfte nur ein Vollangebot auf alle Aktien abgegeben werden.

#### **6. Zuteilungsregeln**

Das Angebot enthält den Vorbehalt der Repartierung ab dem noch festzulegendem Höchstbetrag ohne nähere Bezeichnung des anzuwendenden Verfahrens. Grundsätzlich ist nach dem WpÜG nur die pro rata Zuteilung erlaubt. Zuteilungsprobleme könnten bei gesetzestreuer Formulierung des Angebots allerdings gar nicht auftreten, da nur ein Vollangebot zulässig wäre

#### **7. Annahmefrist**

Die Annahmefrist beträgt knapp 3 Wochen (26.02. – 16.03.) mit der Möglichkeit, nach Ablauf von ca. 2 Wochen die Frist vorzeitig zu beenden. Die Frist ist gem. § 16 Abs. 1 WpÜG zu kurz und damit unzulässig

#### **8. Zusammenarbeit mit Finanzintermediären**

Es wird ein Bankenkonsortium unter der Führung der Dresdner Bank und der Deutschen Bank eingeschaltet, dem die Aktien angeboten werden sollen und welches für die August Thyssen-Hütte AG die Aktien erwerben soll. Da es sich um ein Barangebot handelt, müsste eine Bestätigung eines Finanzinstitutes über getroffene Maßnahmen zur Finanzierung des Barangebots gem. § 13 Abs. 1 WpÜG beigefügt sein.

#### **9. Wiederholung und Änderung des Angebots**

Der Bieter behält sich vor, die Annahmefrist vorzeitig zu beenden. Dies stellt keine der gem. § 21 WpÜG zulässigen Änderung dar.

Insgesamt würde das Angebot aus dem Jahr 1973 also gegen mehrere der Pflichten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes verstoßen und wäre damit heute unzulässig.

## 5 Zusammenfassung und Wertung

Als elementares Ziel des Gesetzgebers bei der Schaffung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes wird die Verbesserung der Stellung der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft genannt. Dementsprechend wird in der Begründung des Gesetzes an mehreren Stellen auf das besondere Schutzbedürfnis von Minderheitsaktionären beim erstmaligen Entstehen einer Kontrollstellung bzw. beim Wechsel eines kontrollierenden Gesellschafters hingewiesen. Als wichtigste Maßnahmen zur Erreichung dieses Ziels sind zum einen die Pflichtangebotsregelung und zum anderen die Vorschriften zur Ausgestaltung von Angeboten hervorzuheben.

Mit dem Pflichtangebot, welches zwingend auf alle Aktien der Zielgesellschaft gerichtet sein muss, soll jedem Aktionär der Zielgesellschaft, der sich nach einer gelungenen Übernahme einem (neuen) kontrollierenden Aktionär gegenüber sieht, die Möglichkeit gegeben werden, gegen eine „angemessene“ Abfindung aus der Gesellschaft auszuscheiden. Dem gleichen Zweck dienen die Regelungen zum Übernahmeangebot, insbesondere die Vorschrift, dass auch Übernahmeangebote nur als Vollangebot ausgestaltet werden dürfen. Durch diese Regelungen wird in das deutsche Recht erstmals ein Präventivschutz gegen die aus der Kontrollstellung des Mehrheitsaktionärs resultierenden Gefahren für die Minderheitsaktionäre geschaffen. Hierdurch wird der schon vor Inkrafttreten des Gesetzes existierende konzernrechtliche Minderheitenschutz ergänzt.

Was als „angemessen“ anzusehen ist, wird vom Gesetzgeber einer restriktiven Mindestpreisregel unterworfen. So ist sowohl bei Übernahme- als auch bei Pflichtangeboten den Aktionären der Zielgesellschaft einerseits mindestens der gewogene Durchschnittsbörsenkurs eines bestimmten Beobachtungszeitraums und andererseits mindestens der höchste innerhalb eines gewissen Erhebungszeitraums gezahlte Preis für die Aktien anzubieten. Damit wird den Aktionären der Zielgesellschaft eine Ausstiegsoption geboten, bei der ihnen die vollständige Teilhabe an ggf. gezahlten Paketzuschlägen gesetzlich garantiert wird. Diese Regelung ist wie viele andere Vorschriften des Gesetzes durch ein sehr weites Verständnis des Gleichbehandlungsgrundsatzes geprägt.

Die Freiheit des Bieters wird bei der Ausgestaltung des Angebots durch weitere Vorschriften ausgesprochen weitreichend eingeschränkt. So sind z.B. sämtliche Formen der angebotsorientierten Preis- oder Mengenfestsetzung ebenso wie jegliche Preisdifferenzierung ausgeschlossen. Rücktrittsvorbehalte sind vollständig verboten, Bedingungen nur in sehr engen Grenzen und nicht bei Pflichtangeboten zulässig.

All diese Vorschriften schränken den Bieter erheblich in seinen Möglichkeiten bei der Gestaltung des Aktienerwerbs mittels öffentlichen Angebots ein. Insofern er-

scheint es fraglich, ob der Gesetzgeber hier wirklich einen rechtlichen „Rahmen, der Übernahmen weder erleichtern noch erschweren soll“, schaffen wollte. Dieser Eindruck wird durch die nunmehr gesetzlich kodifizierten zahlreichen Durchbrechungen des nach h.M. schon vorher geltenden Neutralitätsgrundsatzes für das Management noch verstärkt. Es drängt sich der Verdacht auf, dass dem Gesetzgeber, möglicherweise auf Drängen interessierter Lobbyisten, eher daran gelegen war, deutsche Unternehmen durch eine restriktive Regulierung gegen Übernahmeveruche zu schützen. Als Rechtfertigung für diese weitgehenden Eingriffe in die Privatautonomie wird allerdings nicht der Schutz von Unternehmen vor Übernahmen, sondern vor allem der Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft angeführt.

Als besonders problematisch werden die Preisregeln bei Übernahme- und Pflichtangeboten angesehen. Bei Paketerwerben müssen oftmals deutlich über dem Börsenkurs liegende Preise gezahlt werden. Mit dem höheren Paketpreis müssen nämlich i.d.R. externe Vorteile des bisherigen Großaktionärs abgegolten werden, die dieser z.B. aus externen Synergieeffekten bezieht. Den Kleinaktionären, die diesen externen Vorteil bisher nicht hatten, muss aber mit Regulierung der gleiche Preis gezahlt werden wie dem Großaktionär. Damit werden qua Gesetz durch die Übernahme entstehende Gewinne vom Übernehmer auf die (Klein-)Aktionäre umverteilt. Das ist nach der hier vertretenen Auffassung nicht nur nicht sachgerecht, sondern führt in einigen Fällen auch dazu, dass die Übernahme unvorteilhaft wird.

Nun wird vereinzelt argumentiert, ein gezahlter Paketzuschlag sei Ausdruck der Ausbeutung, die ein bisheriger Paktinhaber betreibt, insofern sei es notwendig, dass der Erwerber auch den Streubesitzaktionären diesen Zuschlag gewähre, um ihrem Schutzbedürfnis gerecht zu werden.<sup>1</sup> Damit wird implizit eine ganz bestimmte Referenzgröße für die Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung angenommen. Während nach Auffassung des Verfassers das Vermögen der Aktionäre vor dem Übernahmeveruch als Referenzgröße dienen sollte, um einen etwaigen Schutz zu bemessen, scheint bei dieser alternativen Sichtweise ein fiktives Vermögen als Vergleichsmaßstab herangezogen zu werden, welches sich ergäbe, wenn die Aktien in der Situation vor der Übernahme nicht ausgebeutet würden.<sup>2</sup>

Die Festlegung der Referenzgröße ist letztlich Ausdruck dessen, was als „gerecht“ anzusehen ist und damit einer Bewertung in Kategorien wie „richtig“ oder „falsch“ weitgehend entzogen. Doch selbst wenn man dieser hier nicht zugrunde

---

<sup>1</sup> Vgl. z.B. REUL (1991), S. 214; BUSCH (1996), S. 102 – 103.

<sup>2</sup> Wie unten gezeigt wird, schwebt den Anhängern der Gleichbehandlung allerdings tatsächlich sogar eine noch weiter gehende Referenzgröße vor.

gelegten Gerechtigkeitsauffassung folgen würde, ist die Argumentation vor dem Hintergrund der vorgenommenen modelltheoretischen Untersuchung in mehrfacher Hinsicht als problematisch anzusehen:

- Die Argumentation unterstellt implizit, dass der gezahlte Paketpreis zugleich den Grenzpreis des bisherigen Paketaktionärs unter Einschluss von Sondervorteilen widerspiegelt. Selbst wenn man zunächst davon ausgeht, dass der Paketinhaber tatsächlich zu diesem Grenzpreis verkauft, lässt sich aus der Tatsache, dass ein Paketzuschlag gezahlt wird, kein Rückschluss darauf ziehen, dass ein bisheriger Paketaktionär Ausbeutung betrieben hat:
  - Ein über dem Börsenkurs liegender Paketpreis kann zum einen Ausdruck des Umstandes sein, dass der Paketaktionär den Wert der Aktie höher einschätzt als den Börsenkurs.
  - Weiterhin vernachlässigt diese Argumentation die Möglichkeit, dass Sondervorteile eines Paketaktionärs auch auf externen Synergieeffekten beruhen können, also auf solchen Zusatzvorteilen des Beteiligungsbesitzes, die nicht mit einer Ausbeutung der Minderheitsaktionäre einhergehen.
- Auch wenn man annimmt, dass der bisherige Paketinhaber Ausbeutung betreibt, es keine externen Synergieeffekte gibt und der Paketinhaber zu seinem Grenzpreis verkauft, sodass sich eine Kontrollprämie tatsächlich allein als Wert der betriebenen Ausbeutung ergibt, führt die Gewährung des gleichen Preises an alle Aktionäre systematisch zu einem Übertreffen des Wertes einer fiktiv nicht ausgebeuteten Aktie, wie anhand der folgenden Überlegung verdeutlicht werden soll: Zur Isolierung des Effekts sei angenommen, dass alle Aktionäre einschließlich des Paketinhabers sowohl den (inneren) Wert der Aktien als auch den Betrag der betriebenen Ausbeutung durch den bisherigen Paketinhaber gleich bewerten und dass es keine Synergieeffekte – weder interne noch externe – gebe. Dann beträgt der Grenzpreis des Paketinhabers für sein Paket

$$\text{GrP}^p = a^p \cdot W^{\text{In}} + A \cdot \text{TRANS}_p,$$

mit

$\text{GrP}^p$  Grenzpreis des bisherigen Paketinhabers,

$a^p$  Anzahl der Aktien in einem zu kaufenden Paket,

$W^{\text{In}}$  (innerer) Wert einer Aktie,

$A$  Anzahl insgesamt umlaufender Aktien und

$\text{TRANS}_p$  Wert der durch den bisherigen Paketinhaber betriebenen Ausbeutung pro Aktie.

Der Paketzuschlag pro Aktie beläuft sich dann auf  $\frac{A}{a_p} \cdot \text{TRANS}_p$ .

Da  $a^p$  in allen Fällen, in denen es vor der Übernahme überhaupt Minderheitsaktionäre gibt, kleiner als  $A$  sein muss, beträgt der Paketzuschlag pro Aktie stets ein Vielfaches der vom bisherigen Paketinhaber tatsächlich pro Aktie durchgeführten Ausbeutung. Daher führt eine Weitergabe des Paketzuschlags an alle Aktionäre insgesamt zu einem Ausgleich, der um den Faktor  $\frac{A}{a_p}$  größer ist als die durch den bisherigen Paketaktionär vorgenommene Ausbeutung. Bei einem Paket von z.B. 40 % muss der Kontrollerwerber den 2,5-fachen Wert der bisher betriebenen Ausbeutung als Zuschlag auf den bisherigen Wert der Aktien gewähren. Die Aktionäre erhalten dadurch den Wert ihrer fiktiv nicht ausgebeuteten Aktie plus einen Zuschlag in Höhe des 1,5-fachen der bisherigen Ausbeutung pro Aktie. Selbst bei Anwendung der bei dieser Argumentation angenommenen Referenzgröße des Wertes einer fiktiv nicht ausgebeuteten Aktie führt die Ausdehnung des Paketzuschlags auf alle Aktionäre bei isolierter Betrachtung also zu einem systematischen „Überschießen“ des Ausgleichs.

- Schließlich ist schon die implizite Unterstellung der Argumentation, dass der bisherige Paketinhaber zu seinem Grenzpreis unter Einrechnung der Sondervorteile verkauft, in Frage zu stellen. Es fragt sich, warum er dies tun sollte. Denkbar ist wohl auch, dass der Paketaktionär, der sich in einer guten Verhandlungsposition befindet, versucht, einen Teil des Übernahmegewinns des Übernehmers zu erlangen.

Selbst bei Zugrundelegung der alternativen Gerechtigkeitsauffassung ist also eine Ausdehnung von Paketpreisen in voller Höhe auf alle Aktionäre der Zielgesellschaft mit dieser Argumentation nicht haltbar. Sofern in diesem Sinne Gleichbehandlung gefordert wird, lässt sich dies nicht durch die implizit vorgeschlagene ethisch-normative Grenze des Mindestausgleichs begründen, sondern nur durch eine hiervon nochmals abweichende Referenzgröße, die den Aktionären der Zielgesellschaft aus wie auch immer gearteten Gerechtigkeitsüberlegungen zusätzlich einen gewissen Mindestanteil am Übernahmegewinn sichern will.<sup>1</sup> Nach hier vertretener Auffassung ist eine derartige Mindest-Gewinnbeteiligung aber nicht mehr von dem vom Gesetzgeber beschriebenen besonderen Schutzbedürfnis des Minderheitsaktionärs, der sich einem neuen kontrollierenden Aktionär gegenüber

---

<sup>1</sup> So ist wohl die Forderung von REUL und anderen Anhängern der Gleichbehandlung zu verstehen.

sieht, abgedeckt. Hinzu kommt, dass die beabsichtigte Wirkung ins Gegenteil verkehrt wird, wenn die Mindest-Gewinnbeteiligung der Zielgesellschaftsaktionäre dazu führt, dass der Gewinn des Übernehmers so stark geschmälert wird, dass er eine sonst durchgeführte etwa auf Grund von hohen Synergievorteilen für alle Aktionäre vorteilhafte Übernahme unterlässt.

Besonders bedauerlich ist dieses Ergebnis unter dem Blickwinkel des Minderheitenschutzes in den Fällen, in denen ein bisheriger Paketbesitzer die Minderheitsaktionäre in großem Umfang ausgebeutet hat. Ein Übernehmer, der keine Ausbeutung plant, muss den Ausbeutungsvorteil nicht nur an den bisherigen Paketinhaber zahlen, sondern auch an die Aktionäre, die er von der Ausbeutung „befreit“, und zwar stets als Vielfaches der tatsächlich betriebenen Ausbeutung pro Aktie. Führt dies dazu, dass die ansonsten vorteilhafte Übernahme nicht mehr vorteilhaft ist, wird die „Befreiung“ von der Ausbeutung gerade durch die Regelung, die eigentlich dem Minderheitenschutz dienen soll, verhindert. Konzernverhältnisse, die auf umfassender Ausbeutung eines abhängigen Unternehmens aufbauen, werden also durch die Gleichpreisregel bei Übernahme- und Pflichtangeboten geradezu zementiert.

Die Gleichpreisregel stellt nach Auffassung des Verfassers zwar die insgesamt problematischere Regelung dar, doch auch die Börsenpreisregel kann in bestimmten Konstellationen zu unbilligen Ergebnissen führen. Es ist den Aktionären mindestens der gewogene Durchschnittspreis der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Absicht ein Angebot abzugeben bzw. vor der Kontrollenerlangung anzubieten. Die Gründe dafür, warum Kurse innerhalb eines Zeitraums unterschiedlich hoch sind, können jedoch vielfältig sein und müssen nicht mit der Übernahme in Verbindung stehen. Dadurch sind die Bewertungen aller Aktionäre einem ständigen Wandel unterworfen, wobei der Börsenkurs sich jeweils aus der niedrigsten Bewertung im zum jeweiligen Zeitpunkt aktuellen Aktionärskreis ergibt. Sinken im Referenzzeitraum die Bewertungen und damit der Börsenkurs aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens im Besonderen oder des wirtschaftlichen Umfelds im Allgemeinen, so werden dem Aktionär einer Zielgesellschaft derartige Wertverluste bei einer Übernahme zumindest teilweise ausgeglichen. Gerade in Zeiten auf breiter Front fallender Börsenkurse muss ein Übernehmer in der Regel Kurse deutlich oberhalb der aktuellen Börsenbewertung bieten. Sofern sich dadurch ein höherer Übernahmepreis als ohne Regulierung ergibt, ist dieser allein dadurch induziert, dass die historische Bewertung innerhalb des Referenzzeitraums im Durchschnitt höher war und stellt nicht auf die aktuelle Situation ab. Dennoch dürfte sich der Umfang der hieraus resultierenden Umverteilung des möglichen Gewinns aus der Transaktion vom Übernehmer hin zu den Zielgesellschaftsaktionären bei nicht allzu stark schwankenden Börsenkursen in Grenzen halten. Gerade allerdings in Fällen, in denen ein Unternehmen in existenzbedrohende wirtschaftliche Schwierigkeiten gerät, was in aller Regel mit einem starken Verfall des Börsenkurses einhergeht, wird unter Umständen die

„Rettung“ des Unternehmens durch einen Übernehmer, der die Sanierung der Zielgesellschaft betreiben will, unnötig erschwert.<sup>1</sup>

Daneben kann es zu weiteren unbilligen Ergebnissen kommen, wenn die Spekulation auf das Übernahmeangebot in die Kursbildung mit einbezogen wird. Dieser Gedankengang soll hier ohne nähere modelltheoretische Analyse nur grob skizziert werden. Man kann sich vorstellen, dass es im Zeitpunkt nach Veröffentlichung der Absicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots allein durch die Erwartung des Angebots zu einem spekulativen Anstieg des Börsenkurses kommen kann. Diese mögliche spekulative Erhöhung des Börsenkurses stellt auch den Grund dar, warum der Beobachtungszeitraum für die Ermittlung des Durchschnittsbörsenkurses mit der Veröffentlichung der Absicht zur Angebotsabgabe endet.<sup>2</sup> Ein solcher Effekt ist aber auch denkbar, wenn bereits vor der Veröffentlichung Gerüchte über die bevorstehende Übernahme kursieren. Kommt es innerhalb des Referenzzeitraums zu derartigen spekulativen Kursanstiegen, so erhöht sich dadurch der Durchschnittskurs. Da in der gesetzlichen Regulierung aber der Durchschnittskurs eine Untergrenze des Preises darstellt, der im Rahmen des Angebots gezahlt werden muss, ergibt sich für die Spekulanten eine gewisse Risikoabsicherung nach unten. Dies dürfte tendenziell zu höheren Spekulationszuschlägen führen, die wiederum den Durchschnittskurs noch mehr erhöhen etc. Die Spekulation auf den zu zahlenden Preis im Rahmen des öffentlichen Angebots ist insofern mit Regulierung selbstverstärkend. Tritt dieser Effekt ein, wird der Preis für eine Übernahme ebenfalls in sachlich nicht gerechtfertigter Weise in die Höhe getrieben.

Dabei ist es schon grundsätzlich fraglich, warum bei Übernahmeangeboten überhaupt Mindestpreisregeln bestehen sollen. Wird hier auch die Notwendigkeit von Preisregeln für Pflichtangebote nicht grundsätzlich bestritten, so ist ihre Erforderlichkeit für Übernahmeangebote dagegen alles andere als selbstverständlich. Die Notwendigkeit der Übertragung von Mindestpreisregeln für Pflichtangebote auch auf Übernahmeangebote ergibt sich nämlich erst aus der gesetzlichen Konzeption, dass nach einem Übernahmeangebot kein Pflichtangebot mehr abgegeben werden muss. Insofern liegt in der Absicht der Gewährung einer Ausstiegsoption im Rahmen der Konzernbildungskontrolle kein originärer Begründungsansatz. Die Begründung leitet sich vielmehr daraus ab, dass das Übernahmeangebot zugleich die Aufgaben des Pflichtangebotes mit übernehmen muss.

---

<sup>1</sup> Der Gesetzgeber hat zwar die Möglichkeit vorgesehen, dass in Sanierungsfällen eine Befreiung von der Angebotspflicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ausgesprochen werden kann, diese Befreiungsmöglichkeit bezieht sich allerdings nicht auf Übernahmeangebote und die dabei zu beachtende Börsenpreisregel, die hier zur Diskussion steht. Vgl. § 9 S. 1 Nr. 3 WpÜG-VO i.V.m. § 37 Abs. 2 WpÜG.

<sup>2</sup> Vgl. PÖTZSCH/MÖLLER (2000), S. 24; THUN (2002), § 31, Rn. 89.



## Literaturverzeichnis

ANGERER (2002)

Angerer, L.: Kommentierung zu §§ 1, 2, 15 und 26 WpÜG, in: GEIBEL/ SÜßMANN (2002).

ARCHNER (2001)

Archner, G.: Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) aus der Sicht der Investmentbranche, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2001, S. 999 – 1003.

ASSMANN (1982)

Assmann, H.-D.: American Depositary Receipts (ADR's) – Ein Instrument des Handels mit ausländischen Effekten auf dem amerikanischen Kapitalmarkt, in: RIW 1982, S. 69 – 78.

ASSMANN (1994)

Assmann, H.-D.: Das künftige deutsche Insiderrecht, in: AG 1994, S. 196 – 206 (Teil 1), S. 237 – 258 (Teil 2).

ASSMANN (2002)

Assmann, H.-D.: Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft, in: AG 2002, S. 114 – 125.

ASSMANN/BOZENHARDT (1990)

Assmann, H./Bozenhardt, F.: Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in: ZGR 1990, Sonderheft 9.

BACHMANN (1992)

Bachmann, R. P.: Mehrstufige Übernahmen schweizerischer Publikumsgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der Zielaktionäre, Zürich 1992.

BAUM (2003)

Baum, H.: „Öffentlichkeit“ eines Erwerbsangebots als Anwendungsvoraussetzung des Übernahmerechts – Eine rechtsvergleichende Analyse, in: AG 2003, S. 144 – 161.

## BECKER (1990)

Becker, H. P.: Feindliche Übernahmen – Wesen, Ziele und Gefahren, in: *WiSt* 1997, S. 218 – 222.

## BITZ (2003)

Bitz, M.: Einzelwirtschaftliche Finanzierungstheorie, Kurseinheit 4, Eigenfinanzierung, Hagen 2003.

## BOHRER (1997)

Bohrer, A.: Unfriendly Takeovers : Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht, Zürich 1997.

## BRADLEY (1980)

Bradley, M.: Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control, in: *The Journal of Business* 1980, S. 345 – 376.

## BROWN (1992)

Brown, D.: Tender Offers, in: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Band 3, S. 649 – 650, London, New York 1992.

## BUNDESREGIERUNG (2001)

Bundesregierung: Begründung der Bundesregierung vom 11.7.2001 zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Bundestags-Drucksache 14/7034.

## BURKART/ GROMP/ PANUNZI (1998)

Burkart, M./ Gromp, D./ Panunzi, F.: *Block Premia in Transfers of Corporate Control*, London 1998.

## BUSCH (1996)

Busch, H. W.: Die Notwendigkeit einer spezialgesetzlichen Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten in Deutschland, Sinzheim 1996.

## BUSCH (2002)

Busch, T.: Bedingungen in Übernahmeangeboten, in: AG 2002, S. 145 – 152.

## CAHN (1998)

Cahn, A.: Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, in: ZHR 1998, S. 1 – 50.

## CAHN/SENGER (2002)

Cahn, A./Senger, M.: Das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, in: Finanz Betrieb 2002, S. 277 – 295.

## COFFEE (1984)

Coffee, J. C.: Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, in: Columbia Law Review 1984, S. 1145 – 1296.

## COHEN (1998)

Cohen, L.: Tender Offers, in: The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Band 3, S. 580 – 583, London, New York 1998.

## EISENHOFER (1970)

Eisenhofer, A.: Beteiligungen – Der Erfolgsweg zu Wachstum und Diversifikation, Wiesbaden 1970.

## ENGELS (1962)

Engels, W.: Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungstheorie, Köln, Opladen 1962.

## ESCHER-WEINGART/KÜBLER (1998)

Escher-Weingart, C./Kübler, F.: Erwerb eigener Aktien – Deutsche Reformbedürfnisse und europäische Fesseln?, in: ZHR 1998, S. 537 – 562.

## FINANZAUSSCHUSS (2001)

Finanzausschuss des Deutschen Bundestages: Beschluss des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages vom 14.11.2001, Bundestags-Drucksache 14/ 7477.

FLASSAK (1995)

Flassak, H.: Der Markt für Unternehmenskontrolle: Eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts, Bergisch Gladbach 1995.

FLEISCHER (2001)

Fleischer, H.: Zum Begriff des öffentlichen Angebots im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in: ZIP 2001, S. 1653 – 1660.

FRANK (1993)

Frank, G.-M.: Rahmenbedingungen von Unternehmensübernahmen in Deutschland, Stuttgart, Berlin, Köln 1993.

FREI (1998)

Frei, S.: Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz – Die Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, 2. Auflage, Stuttgart 1998.

GEIBEL (2002)

Geibel, S.: Kommentierung zu §§ 16 – 19 WpÜG, in: Geibel, S./Stußmann, R. (Hrsg.): Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz – Kommentar, München 2002.

HAUSCHKA/ROTH (1988)

Hauschka, C./Roth, T.: Übernahmeangebote und deren Abwehmen deutschen Recht, in: AG 1988, S. 181 – 196.

HEIDER (2000)

Heider, K.: Kommentierung zu §§ 1 – 14 AktG, in: KROPFF/SEMLER (2000a).

HEINRICHS (2003)

Heinrichs, H.: Kommentierung zu § 145 BGB, in: Palandt, O.: Bürgerliches Gesetzbuch, 62. Auflage, München 2003.

HOPT (1991)

Hopt, K.: Europäisches und deutsches Insiderrecht, in: ZGR 1991, S. 17 – 73.

HOPT (1993)

Hopt, K.: Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, in: ZGR 1993, S. 534 – 566.

HORN (2000)

Horn, N.: Internationale Unternehmenszusammenschlüsse, in: ZIP 2000, S. 473 – 485.

HÖRNIG (1985)

Hörnig, B.: Beteiligungs- und Fusionsvorhaben: eine entscheidungs- und investitionstheoretische Untersuchung, Berlin 1985.

IMMENGA/NOLL (1990)

Immenga, U./Noll, B.: Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht, Luxemburg 1990.

KAISER (1994)

Kaiser, D.: Finanzintermediäre am Markt für Unternehmenskontrolle, USA und Bundesrepublik Deutschland im Vergleich, Wiesbaden 1994.

KIRCHNER (2000)

Kirchner, C.: Managementpflichten bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten, in: WM 2000, S. 1821 – 1830.

KLEIN (1997)

Klein, A.: Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, in: NJW 1997, S. 2085 – 2089.

KLUG (2001)

Klug, M.: Erwerb eigener Aktien als Instrument zur Abwehr feindlicher Übernahmen, Münster 2001.

KORT (2000)

Kort, M.: Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, in: Schneider, U./ Hommelhoff, P./ Schmidt, K./Timm, W./Grunewald, B./Drygalla, T. (Hrsg.): Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, Köln 2000.

KRAUSE (2000)

Krause, H.: Die geplante Takeover-Richtlinie der Europäischen Union mit Ausblick auf das geplante Übernahmegesetz, in: NZG 2001, S. 901 – 913.

KUHR (1992)

Kuhr, H.: Der Minderheitenschutz bei Übernahmeangeboten in Deutschland und Frankreich unter dem Einfluß der 13. EG-Richtlinie: eine rechtsvergleichende Untersuchung des europäischen, deutschen und französischen Rechts, Konstanz 1992.

KÜTING (1978)

Kütting, K.: Das Übernahmeangebot als alternative Form des Beteiligungserwerbs, in BB 1978, S. 1751 – 1755.

KÜTING (1979)

Kütting, K.: Einzelfragen des Beteiligungserwerbs – Eine Analyse der von deutschen Konzernen präferierten Erwerbsformen und die Gestaltung der Abwicklungsmodalitäten, in: BB 1979, S. 1120 – 1125.

KÜTING (1981)

Kütting, K.: Zur Bedeutung und Analyse von Verbundeffekten im Rahmen der Unternehmensbewertung, in: BFuP 1981, S. 175 – 189.

LAND (2001)

Land, V.: Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in: DB 2001, S. 1707 – 1713.

LAND/HASSELBACH (2000)

Land, V./Hasselbach, K.: Das deutsche Übernahmegesetz – Einführung und kritische Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des BMF, in: DB 2000, S. 1747 – 1755.

LANGNER (1999)

Langner, S.: Mergers & Acquisitions – Kauf in Bar oder gegen Aktien, in: WiSt 1999, S. 543 – 546.

## LARENZ/WOLF (1997)

Larenz, K./Wolf, M.: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 8. Auflage, München 1997.

## LIEBSCHER (2001)

Liebscher, T.: Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmengesetz – Übernahmerechtliche Grenzen der Gestaltungsfreiheit im Hinblick auf die Übernahmestrategien des Bieters, in: ZIP 2001, S. 853 – 869.

## LUCKS/MECKL (2002)

Lucks, K./Meckl. R.: Internationale Mergers & Acquisitions – Der prozessorientierte Ansatz, Berlin, Heidelberg, New York 2002.

## MANNE (1967)

Manne, H. G.: Cash Tender Offers: A Reply to Chairman Cohen, in: Duke Law Journal 1967, S. 231 – 253.

## MEIER-SCHATZ (1987)

Meier-Schatz, C.: Unternehmenszusammenschlüsse mittels Übernahmeangebot – Ein rechtlicher Problemabriss aus amerikanischer Sicht, in: Wirtschaft und Recht 1987, S. 16 – 39.

## MERKT (2001)

Merkt, H.: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: ZHR 2001, S. 224 – 257.

## MICHALSKI (1997)

Michalski, L.: Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, in: AG 1997, S. 152 – 163.

## MÜLBERT (1999)

Mülbert, P.: Die Zielgesellschaft im Vorschlag 1997 einer Take-over-Richtlinie – Zwei folgenreiche Eingriffe ins deutsche Aktienrecht, in: IstR 1999, S. 83 – 94.

## MÜLBERT (2001)

Mülbert, P.: Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwäche des RegE WpÜG, in: ZIP 2001, S. 1221 – 1229.

## MÜLBERT/BIRKE (2001)

Mülbert, P./Birke, M.: Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, in: WM 2001, S. 705 – 718.

## OTTO (1988)

Otto, H. J.: Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, in: DB, Beilage 12/ 1988.

## PELTZER (1986)

Peltzer, M.: Von Räubern, weißen Rittern und Jungfrauen – die Taktiken der amerikanischen takeovers, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1986, S. 291 – 298.

## PETERS (1999)

Peters, H. P.: Die Rolle der Investmentbank bei Übernahmen, in: ROSEN/SEIFERT (1999), S. 269 – 275.

## PÖTZSCH/MÖLLER (2000)

Pötzsch, T./Möller, A.: Das künftige Übernahmerecht – Der Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zu einem Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen und der Gemeinsame Standpunkt des Rates zur europäischen Übernahmerrichtlinie, in: WM 2000, Sonderbeilage Nr. 2.

## PRANTL (1994)

Prantl, J.: Konzernbildung, Konzernrecht und Minderheitenschutz in Deutschland – Eine ökonomische Analyse, Frankfurt am Main et al. 1994.

## RAPPAORT/SIROWER (2000)

Rappaport, A./Sirower, M.: Unternehmenskauf – mit Aktien oder in bar bezahlen?, in: Harvard Business Manager 3/2000, S. 32 – 46.

## RIEHMER/SCHRÖDER (2001)

Riehmer, K./Schröder, S.: Praktische Aspekte bei der Planung, Durchführung und Abwicklung eines Übernahmeangebots, in: BB 2001, Beilage 5 zu Heft 20, S. 1 – 16.

## RÖHRICH (1992)

Röhrich, M.: Feindliche Übernahmeangebote: eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudien aus den USA, Baden-Baden 1992.

## ROSEN/SEIFERT (1999)

von Rosen, R./Seifert, W. (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Frankfurt 1999.

## SCHIERENBECK (1975)

Schierenbeck, H.: Abwicklungsformen und –probleme externen Unternehmenswachstums, in: BFuP 1975, S. 357 – 367.

## SCHMID (1999)

Schmid, T.: Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, in: AG 1999, S. 402 – 417.

## SCHMITZ (1999)

Schmitz, D.: Aktien als Akquisitionswährung, in: ROSEN/SEIFERT (1999), 313 – 326.

## SCHUBERT/KÜTING (1981)

Schubert, W./Küting, K.: Unternehmenszusammenschlüsse, München 1981.

## SCHULZ (2003)

Schulz, M.: Unternehmensübernahmen – Festsetzung der Gegenleistung, in: M & A Review 2003, Teil 1 S. 114 – 120.

## SCHÜPPEN (2001)

Schüppen, M.: Übernahmegesetz ante portas! – Zum Regierungsentwurf eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“, in: WPg 2001, S. 958 – 976.

SCHUSTER/RUDOLF (1999)

Schuster, S./Rudolf, S.: Übernahmerecht in der Schweiz, in: ROSEN/SEIFERT (1999), S. 41 – 76.

SCHWENNICKE (2002)

Schwennicke, A.: Kommentierung zu §§ 4, 12, 28, 33, 34 WpÜG, in: GEIBEL/SÜBMANN (2002).

SINGHOF/WEBER (2002)

Singhof, B./Weber, C.: Bestätigung der Finanzierung und Barabfindungsgewährleistung nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in: WM 2002, S. 1158 – 1169.

STEINMEYER/HÄGER (2002)

Steinmeyer, R./Häger, M.: WpÜG – Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Mindeheitenausschluss nach §§ 327 a ff. AktG, Berlin 2002.

STRASSER (2000)

Strasser, B.: Informationsasymmetrien bei Unternehmensakquisitionen, Frankfurt am Main, Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien 2000.

SÜBMANN (2002)

Süßmann, R.: Kommentierung zu §§ 13, 24, 29, 30, 40 – 47 WpÜG, in: GEIBEL/ SÜBMANN (2002).

TERSTEGE (2002)

Terstege, U.: Platzierungsverfahren für Aktien, Diskussionsbeitrag des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Nr. 314, Hagen 2002.

THAETER/BARTH (2001)

Thaeter, R./Barth, D.: RefE eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, in: NZG 2001, S. 545 – 550.

THUN (2002)

Thun, A.: Kommentierung zu §§ 21, 22, 23, 31, 32 WpÜG, in: GEIBEL/ SÜBMANN (2002).

WATTER (1990)

Watter, R.: Unternehmensübernahmen – Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Zürich 1990.

WERNER (1989)

Werner, W.: Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, Berlin, New York 1989.

WIENECKE (2001)

Wienecke, L.: Die Stellung des Inhabers von ADRs in der Hauptversammlung der Gesellschaft, in: AG 2001, S. 504 – 513.

WIESE/DEMISCH (2001)

Wiese, G./Demisch, D.: Unternehmensführung bei feindlichen Übernahmeangeboten, in DB 2001, S. 849 – 852..

WIRTZ (2004)

Wirtz, H.: Die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften – Eine ökonomische Analyse des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, Münster 2004.

WITTICH (1999)

Wittich, G.: Übernahmen und die Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes, in: ROSEN/SEIFERT (1999), S. 377 -394.

## **Verzeichnis verwendeter Gesetze und Verordnungen**

Aktiengesetz (AktG) vom 6.9.1965 (BGBl 1965 I, S. 1089), zuletzt geändert durch Art. 2 Spruchverfahrensneuordnungsg vom 12.6.2003 (BGBl 2003 I, S. 838).

Börsengesetz (BörsG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 21.7.2002 (BGBl. 2002 I, S. 2010).

Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) in der Fassung der Bekanntmachung vom 2.1.2002 (BGBl. 2002 I, S. 42, ber. S. 2909 und 2003 I, S. 738), zuletzt geändert durch BverfGE – 1 BvR1493/96, 1 BvR 1724/01 vom 9.4.2003 (BGBl 2003 I, S. 737).

Handelsgesetzbuch (HGB) vom 10.5.1897 (RGBl 1897, S. 219), zuletzt geändert durch Art. 5 Drittes Gewerberechts-ÄndG vom 24.8.2002 (BGBl 2002 I, S. 3412).

Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-VO) vom 27.12.2001 (BGBl. 2002 I, S. 4263), zuletzt geändert durch Art. 3 Abs. 3 Erste FinDAG-BezeichnungsanpassungsVO vom 29.4.2002 (BGBl. 2002 I, S. 1495).

Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 9.9.1998 (BGBl. 1998 I, S. 2708), zuletzt geändert durch Art. 4 des Gesetzes vom 23.7.2002 (BGBl. 2002 I, S. 2778).

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20.12.2001 (BGBl. 2001 I, S. 3822), zuletzt geändert durch Art. 15 des Gesetzes vom 23.07.2002 (BGBl. 2002, S. 2850).