

Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion

Herausgegeben von
JÖRN AXEL KÄMMERER
und RÜDIGER VEIL

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
11*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

11



Übernahme- und Kapitalmarktrecht in der Reformdiskussion

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer und Rüdiger Veil

Mohr Siebeck

Jörn Axel Kämmerer ist Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht an der Bucerius Law School und seit 2007 Direktor des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht.

Rüdiger Veil ist Inhaber des Alfred Krupp-Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Unternehmens- und Wirtschaftsrecht an der Bucerius Law School und seit 2007 geschäftsführender Direktor des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht.

ISBN 978-3-16-152766-1 / eISBN 978-3-16-158811-2 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Stempel-Garamond gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Das Kapitalmarktrecht erlebt derzeit grundlegende Reformen auf europäischer Ebene. Die Kommission hat im Herbst 2011 umfassende Reformvorschläge zum Marktmissbrauch und zu den Transparenzregimen veröffentlicht, die seitdem zwischen dem Rat und Europäischen Parlament hoch kontrovers verhandelt werden. Damit nicht genug; auch das Übernahmerecht steht auf der Agenda des europäischen Gesetzgebers. Die Kommission hat für eine ganze Reihe an Themen einen Reformbedarf ausgemacht.

Das Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (IUKR) der Bucerius Law School hat am 8. Juni 2012 im Rahmen seiner Jahreskonferenz diese Themen aufgegriffen und, in der Tradition der Hamburger Foren zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, mit Vertretern der Aufsichts- und Beratungspraxis sowie der Wissenschaft diskutiert. Neben den Reformthemen wurden die Praxiserfahrungen mit diesen Themen verhandelt. Im Laufe des Tages ist ein eindrucksvolles Bild über die gegenwärtigen Rechtsfragen im Übernahme- und Kapitalmarktrecht und zukünftigen Herausforderungen für Praxis und Wissenschaft entstanden.

Den Auftakt bildeten Vorträge zum Übernahmerecht. Zunächst referierte Herr *Oliver Klepsch*, Regierungsdirektor bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, über aktuelle Entwicklungen der Aufsichtspraxis. An der schriftlichen Ausarbeitung seines Manuskripts haben Herr *Hendrik Schmiady*, Regierungsrat, und Frau Dr. *Heike von Buchwaldt*, Oberregierungsrätin, beide ebenfalls aus dem Übernahmereferrat der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, mitgewirkt. Daran schloss sich ein rechtsvergleichender Vortrag von Herrn Prof. Dr. *Rüdiger Veil*, Bucerius Law School Hamburg, über die Administration von Übernahmeverfahren an. Das Grundlagenreferat von Herrn Prof. Dr. *Jörn Axel Kämmerer*, Bucerius Law School Hamburg, handelte vom „Enforcement“ europäischen Kapitalmarktrechts aus öffentlich-rechtlicher Perspektive.

Am Nachmittag fanden Workshops statt, in denen drei in der Praxis besonders relevante Themen vertieft diskutiert wurden. Der erste Workshop, geleitet von Herrn Prof. Dr. *Holger Fleischer*, Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht Hamburg, hatte die in der Übernahmep Praxis zunehmend verbreiteten Business Combination Agreements und Investorenvereinbarung zum Gegenstand. Es referierten Herr Prof. Dr. *Axel Schall*, Leuphana Universität Lüneburg, und Herr RA Prof. Dr. *Christoph H. Seibt*, Freshfields

Bruckhaus Deringer Hamburg. Der zweite Workshop behandelte das Stakebuilding im Übernahme- und Kapitalmarktrecht. Die Diskussionsleitung hatte Herr Prof. Dr. *Rüdiger Veil*, Bucerius Law School Hamburg, inne. Die Vorträge wurden gehalten von Frau Prof. Dr. *Susanne Kals*, Wirtschaftsuniversität Wien, und Herrn Dr. *Hartmut Krause*, Allen & Overy Frankfurt/Main. Im dritten Workshop unter der Leitung von Herrn Prof. Dr. *Hanno Merkt*, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, wurde über die Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmensübernahmen verhandelt. Es referierten Herr Prof. Dr. *Matthias Casper*, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, und Herr Dr. *Marco Sustmann*, Glade Michel Wirtz Düsseldorf.

Meine Institutskollegen Prof. Dr. *Axel Kämmerer* und Prof. Dr. Dr. h.c. mult. *Karsten Schmidt* und ich sind der Referentin und den Referenten sehr dafür verbunden, dass sie uns schriftliche Ausarbeitungen ihrer Vorträge für die Veröffentlichung zur Verfügung gestellt haben. Ferner danken wir den Diskussionsleitern, dass sie die in den Workshops erzielten Ergebnisse im Plenum vorgestellt und diskutiert sowie für die Veröffentlichung zusammengefasst haben.

Die Last der redaktionellen Arbeit haben Herr Dr. *Malte Wundenberg* sowie Frau *Iris Kessler* und Frau *Ursula Vogeler* geschultert. Wir danken ihnen sehr herzlich für ihre sachkundige Mitarbeit.

Hamburg, im Februar 2013

Rüdiger Veil

Inhaltsverzeichnis

A. Administration von Übernahmeverfahren

Oliver Klepsch/Hendrik Schmiady/Heike von Buchwaldt

Administration von Übernahmeverfahren.

Aktuelle Entwicklungen der Aufsichtspraxis 3

Rüdiger Veil

Administration von Übernahmeverfahren.

Regulierungsstrategien und Aufsichtskonzepte 27

B. Enforcement europäischen Kapitalmarktrechts

Jörn Axel Kämmerer

„Enforcement“ europäischen Kapitalmarktrechts

aus öffentlich-rechtlicher Perspektive 45

C. Investorenvereinbarungen

Alexander Schall

Business Combination Agreements und Investorenvereinbarungen 75

Christoph H. Seibt

Investoren- und Zusammenschlussvereinbarungen im Zusammenhang

mit öffentlichen Kaufangeboten 105

Workshop 1: Investorenvereinbarungen und Zusammenschluss-
vereinbarungen.

Diskussionsbericht 6. Hamburger Forum (*Holger Fleischer*) 135

D. Stakebuilding im Kapitalmarkt- und Übernahmerecht

Susanne Kalss

Creeping-in und Beteiligungspublizität nach österreichischem Recht.
Taugliche Instrumente zur Bewältigung von Low Bidding-Strategien? ... 139

Hartmut Krause

„Stakebuilding“ im Kapitalmarkt- und Übernahmerecht 163

Workshop 2: Stakebuilding im Kapitalmarkt- und Übernahmerecht.
Diskussionsbericht 6. Hamburger Forum (*Rüdiger Veil*) 199

E. Information und Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmensübernahmen

Matthias Casper

Information und Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmens-
übernahmen. Rechtspolitische Überlegungen 203

Marco Sustmann

Information und Vertraulichkeit im Vorfeld von Unternehmens-
übernahmen unter besonderer Berücksichtigung
der EuGH-Entscheidung in Sachen *Geltl ./ Daimler AG* 229

Workshop 3: Information und Vertraulichkeit im Vorfeld
von Unternehmensübernahmen.
Diskussionsbericht 6. Hamburger Forum (*Hanno Merkt*) 257

Autorenverzeichnis 261

A. Administration von Übernahmeverfahren

Administration von Übernahmeverfahren Aktuelle Entwicklungen der Aufsichtspraxis

*Oliver Klepsch/Hendrik Schmiady/
Heike von Buchwaldt**

I. Angebotsverfahren	4
1. Entwicklung des Übernahmemarktes	4
2. Gestattungen/Untersagungen	5
3. Bindungswirkung der Veröffentlichung der Entscheidung nach § 10 Abs. 1 WpÜG	5
a) Grundlagen	5
b) Bindung des Bieters an die Höhe einer in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG genannten Gegenleistung	7
c) Grenzen der Bindung des Bieters an den Inhalt der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG	9
4. Angebotsbedingungen	9
a) Unzulässigkeit von Angebotsbedingungen, die materiell eine Lösung von der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG bewirken können	9
b) Hinreichende Konkretisierung von Angebotsbedingungen	11
c) Zulässigkeit von Compliance-Bedingungen	12
5. Finanzierung des Angebotes	12
a) Beschränkung der Angebotsannahme	12
b) Sicherstellung der Gegenleistung beim Tauschangebot	14
6. Fälle des sogenannten „Anschleichens“	14
7. Gemischtes Angebot	15
8. Grenzüberschreitende Angebote (Cross-Border-Offers)	16
a) § 24 WpÜG: Ausschluss ausländischer Aktionäre bei einem grenzüberschreitenden Angebot	16
b) Anknüpfung des Rechts öffentlicher Angebote	16
c) Unzumutbarkeit aus Rechtsgründen	17
d) Grenzüberschreitende Tauschangebote	18
e) Praktische Erfahrungen mit dem U.S.-Recht	19
aa) Grenzüberschreitende Barangebote mit den U.S.A.	20
bb) Grenzüberschreitende Tauschangebote mit den U.S.A.	21
II. Befreiungsverfahren	23
1. Allgemeine Entwicklung	23
2. Befreiungen nach § 37 WpÜG	23

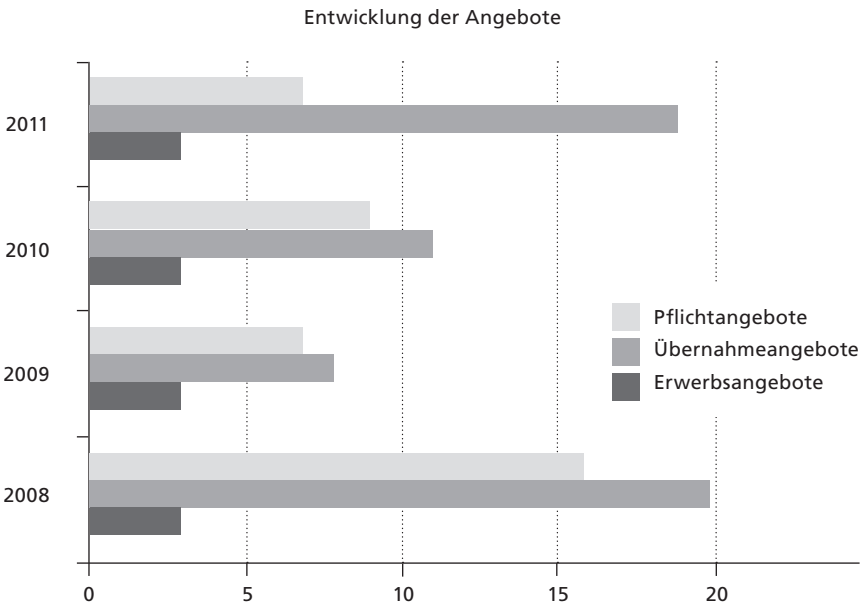
* Oliver Klepsch ist Regierungsdirektor, Hendrik Schmiady ist Regierungsrat, Dr. Heike von Buchwaldt ist Oberregierungsrätin bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Beitrag gibt die persönliche Auffassung der Autoren wieder.

a) Sanierungsbefreiung mit später Sanierungsabsicht	23
b) Treuhänder im Veräußerungsprozess	24
3. Nichtberücksichtigung von Stimmrechten	25

I. Angebotsverfahren

1. Entwicklung des Übernahmemarktes

Die Entwicklung des Übernahmemarktes war in den vergangenen vier Jahren (2008–2011) stark vom Verlauf der Finanzkrise geprägt, was sich an den Schwankungen in den Zahlen der veröffentlichten Angebote gut ablesen lässt. Wie sich an der Übernahme der Hypo Real Estate AG zeigte ging die Krise auch nicht spurlos am Regelungsgerüst der Übernahmepraxis vorbei. Dabei hatte der Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung Finanzmarktstabilisierungsanstalt (SoFFin) für die Bundesrepublik Deutschland ein Übernahmeangebot auf die Hypo Real Estate Holding AG abgegeben. Dieses Angebot war als Angebot nach dem WpÜG ausgestaltet und in Teilen durch die Vorschrift des § 12 FMStBG¹ modifiziert. Für Angebote, die durch die Rettung der in einem In-



¹ Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“ (Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz), BGBl. I 2008, S. 1982.

stitut verkörpertem Bestandteile des Systems des Kapitalmarktes bedingt sind, sind danach Abweichungen von den sonst zwingenden Regelungen des WpÜG möglich. Gleichwohl beruhen die Neuerungen, welche die Übernahmepaxis hervorbrachte und noch anhaltend hervorbringt, im Wesentlichen auf anderen Beweggründen.

2. Gestattungen/Untersagungen

In der Entwicklung der Übernahmepaxis lässt sich zunächst festhalten, dass es insgesamt zu einer geringen Anzahl an Untersagungen von Angeboten gekommen ist. Zwar kam es im Jahr 2008 noch zu sechs Untersagungen, die ihren Grund darin hatten, dass die Bieter jeweils – teils wohl unabsichtlich – Angebotsverfahren eingeleitet hatten, die eine Beteiligung der Bundesanstalt nach § 14 WpÜG umgingen. Bis Anfang des Jahres 2012 kam es dann nur noch zu vier weiteren Untersagungen. Dabei kann man festhalten, dass nur selten ein Angebot an der ausbleibenden Gestattung durch die Bundesanstalt scheitert. Die Gründe für die Untersagungen im Einzelnen sind recht unterschiedlich.

So beruhte die Untersagung im Verfahren der Taylor Nelson Sofres plc. für die Aktien der GfK Aktiengesellschaft im Jahr 2008 letztlich darauf, dass der Bieter sein Übernahmeverhaben aufgab, weil er selbst zum Ziel eines Übernahmeangebotes seitens der WPP-Group plc geworden war². Die Untersagung des Angebots der IC Green Energy Ltd. für die Aktien der Petrotec AG war darauf zurück zu führen, dass fehlende oder fehlerhafte Angaben zu den gemeinsam handelnden Personen nicht durch den Bieter richtig gestellt wurden. Etwas anders stellte sich die Situation im Fall der versuchten Übernahme der 3W Power S.A. durch die Andrem Power S.A. dar, wo der Bieter eine Angebotsbedingung vorsah, die ihm im Zweifel eine unzulässige Loslösung vom Angebot erlaubt hätte (dazu unter 4.).

3. Bindungswirkung der Veröffentlichung der Entscheidung nach § 10 Abs. 1 WpÜG

a) Grundlagen

Der Bieter ist an seine gemäß § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG veröffentlichte Absicht, ein Angebot abzugeben, gebunden. Ein Abstandnehmen von der einmal veröffentlichten Entscheidung, den Aktionären der Zielgesellschaft den Erwerb ihrer Aktien anzubieten, ist nicht möglich. Diese rechtliche Bindung ergibt sich unmittelbar aus § 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Danach hat der Bieter innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung seiner Entscheidung zur Abgabe eines

² Siehe Jahresbericht der Bundesanstalt 2008, S. 182.

Angebots der Bundesanstalt eine Angebotsunterlage zu übermitteln. Ausnahmen von dieser Verpflichtung sieht das Gesetz nicht vor³.

Verstößt der Bieter gegen diese Verpflichtung, *muss* die Bundesanstalt das Angebot gemäß § 15 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG untersagen. Das gleiche gilt gemäß § 15 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG, wenn der Bieter eine Angebotsunterlage einreicht, die nicht die von § 11 Abs. 2 WpÜG oder § 2 WpÜG-AngebV geforderten Angaben enthält oder gemäß § 15 Abs. 1 Nr. 2, wenn die Angebotsunterlage Angaben enthält, die offensichtlich gegen die Vorschriften des WpÜG oder der WpÜG-AngebV verstoßen. Das Gesetz räumt der Bundesanstalt bei dieser Entscheidung keinerlei Ermessensspielraum ein. Die Bundesanstalt muss das Angebot daher auch dann untersagen, wenn der Bieter nur deswegen keine (gestattungsfähige) Angebotsunterlage einreicht, weil er selbst das Angebot nicht mehr durchführen will.

Neben der Untersagung droht dem Bieter für den Fall, dass er keine Angebotsunterlage einreicht außerdem ein Bußgeld von bis zu EUR 500.000,00 (§ 60 Abs. 1 Nr. 2 a, Abs. 3 WpÜG).

Diese vom Gesetz vorgesehene strikte Bindung des Bieters ist insbesondere vor dem Hintergrund, dass Veröffentlichungen nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG in der Regel einen erheblichen Einfluss auf den Börsenpreis der Aktien der Zielgesellschaft haben, gerechtfertigt. So nähert sich beispielsweise in vielen Fällen der Börsenpreis der Aktien der Zielgesellschaft dem häufig in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG genannten Angebotspreis an. Könnte sich der Bieter sanktionslos von einer einmal veröffentlichten Absicht, ein Angebot abzugeben, lösen, hätte er ein effektives Mittel zur Marktmanipulation an der Hand. Ein wesentlicher Schutzzweck des WpÜG, nämlich der, Marktverzerrungen zu verhindern (§ 3 Abs. 5 WpÜG), könnte dann nicht mehr effektiv erreicht werden. Dieser präventive Schutz durch das WpÜG ergänzt die reprressive Regelung des § 20 a WpHG. Marktverzerrungen durch eine veröffentlichte aber später nicht realisierte Absicht, ein Übernahme- oder Erwerbsangebot abzugeben sollen gemäß § 3 Abs. 5 WpÜG möglichst gar nicht erst auftreten.

Der Bieter darf die von seiner Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG ausgehende Bindungswirkung auch nicht dadurch unterlaufen, dass er seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unter eine Bedingung stellt. Dies folgt bereits aus dem Umstand, dass ein Bieter, dessen Absicht ein Angebot durchzuführen noch unter einer oder mehreren Bedingungen steht, noch keine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots im Sinne von § 10 Abs. 1 WpÜG getroffen hat. Die Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG darf der Bieter daher zu diesem Zeitpunkt noch gar nicht vornehmen. Unproblematisch zulässig ist es allerdings, wenn der Bieter in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3

³ *Strunk/Salomon/Holst*, in: Veil (Hrsg.), *Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft*, 2009, S. 1, 3; *Cascante/Tyrolt*, AG 2012, 97, 102.

Satz 1 hinweist, dass das Angebot Bedingungen enthalten wird und diese bereits konkret beschreibt⁴.

b) Bindung des Bieters an die Höhe einer in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG genannten Gegenleistung

Die Bindung des Bieters an seine Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG erfasst auch einen in dieser Veröffentlichung genannten Angebotspreis⁵. Diesen darf der Bieter im Angebot später nicht unterbieten. Auch mit der Möglichkeit, einen einmal in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG genannten Mindestpreis im Angebot zu unterbieten, wäre dem Bieter ein ausgesprochen taugliches Mittel zur Marktmanipulation an die Hand gegeben. Insbesondere könnte der Bieter hierdurch den Mindestpreis für ein mögliches Konkurrenzangebot in die Höhe treiben. Zudem kann der Bieter durch die Bekanntgabe eines hohen Angebotspreises in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG die Zielgesellschaft von der Einleitung (zulässiger) Abwehrmaßnahmen abhalten, für deren effektive Durchführung es nach Bekanntgabe des „tatsächlichen“ Angebotspreises zu spät ist.

Gegenüber den möglichen Nachteilen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts sind die Einschränkungen, die der Bieter durch die Bindung an den in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG genannten Angebotspreis hinnehmen muss, gering. Da es sich bei dem (geplanten) Angebotspreis nicht um einen Pflichtinhalt der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG handelt, kann der Bieter eine von ihm u.U. als übermäßig erachtete Bindung schlicht dadurch vermeiden, dass er es unterlässt, in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG bereits den Angebotspreis zu nennen.

Die Bindung des Bieters an einen in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG genannten Angebotspreis gilt auch für Tauschangebote. Fraglich ist in diesen Zusammenhang allerdings, ob die Bindungswirkung nur formell für das mitgeteilte Tauschverhältnis gilt oder auch den Wert der als Gegenleistung angebotenen Aktien erfasst. Dass diese Frage in der Praxis eine erhebliche Bedeutung erlangen kann, zeigt folgendes Beispiel:

Ein Bieter bietet im Rahmen eines Tauschangebots Aktien einer Tochtergesellschaft an. In der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG nennt er bereits ein konkretes Umtauschverhältnis. Nach der Veröffentlichung gemäß § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG führt er eine Kapitalerhöhung zum geringsten Ausgabepreis durch. Der anteilige Unternehmenswert, der auf die als Gegenleistung angebotenen Aktien entfällt, liegt oberhalb des geringsten Ausgabepreises.

⁴ *Strunk/Linke*, in: Veil/Drinkuth (Hrsg.), Reformbedarf im Übernahmerecht, 2005, S. 3, 29.

⁵ *Hasselbach*, in: Kölner Komm WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 21 Rn. 11.

Die den Aktionären der Zielgesellschaft als Gegenleistung angebotenen Aktien werden durch die Kapitalerhöhung also wertmäßig verwässert.

Lehnte man eine Bindung an den Wert der als Gegenleistung angebotenen Aktien ab, könnte der Bieter im obigen Beispiel den Aktionären der Zielgesellschaft wirtschaftlich eine geringere Gegenleistung anbieten, als in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG angekündigt. Es bestünde somit wiederum die bereits angesprochene Gefahr der Marktverzerrung. Für die Unzulässigkeit von Maßnahmen des Bieters, die konkreten Einfluss auf den Wert der als Gegenleistung angebotenen Aktien haben spricht außerdem, dass die WpÜG-AngebV für Übernahme- und Pflichtangebote konkrete Vorgaben zur Bewertung der als Gegenleistung angebotenen Aktien enthält, die an deren inneren Wert anknüpfen. Diese Regelungen würden unterlaufen, ließe man zu, dass der Bieter den materiellen Wert der als Gegenleistung angebotenen Aktien nach Belieben verändert⁶.

Andererseits ist aber zu berücksichtigen, dass die als Gegenleistung angebotenen Aktien den Wert eines Unternehmens repräsentieren, das i.d.R. am Geschäftsverkehr teilnimmt. Der Wert dieser Aktien kann sich daher auch durch Umstände ändern, auf die der Bieter keinerlei Einfluss hat. Ebenso ist es denkbar, dass der Bieter ohne Rücksicht auf das Angebot im normalen Geschäftsgang Maßnahmen ergreift, die den Wert des Unternehmens und damit mittelbar auch den Wert der als Gegenleistung angebotenen Aktien beeinflussen. In derartigen Situationen besteht aber weder die Gefahr der Umgehung von Vorgaben zur Bewertung der als Gegenleistung angebotenen Aktien noch die Gefahr einer Marktverzerrung. Sie sind daher von einer gezielten oder vorhersehbaren unmittelbaren Verringerung des Wertes der als Gegenleistung angebotenen Aktien seitens des Bieters abzugrenzen.

Nicht von der Bindungswirkung erfasst sein dürften daher i.d.R. Wertveränderungen, auf deren Eintritt weder der Bieter noch mit ihm gemeinsam handelnde Personen Einfluss genommen haben. Ebenso dürften i.d.R. Änderungen des Unternehmenswertes aufgrund von Maßnahmen im Rahmen der operativen Tätigkeit der Gesellschaft, deren Aktien als Gegenleistung angeboten werden, und die sich nur mittelbar auf den Wert der als Gegenleistung angebotenen Aktien auswirken von der Bindungswirkung ausgenommen sein. Dies setzt allerdings voraus, dass diese Maßnahmen auch von einem ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die kein Angebot abgibt und auch nicht als gemeinsam handelnde Person eines Bieters zu qualifizieren ist, im normalen Geschäftsgang vorgenommen worden wären.

⁶ Zur vergleichbaren Situation eines Aktiensplits nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage bei der Gesellschaft, deren Aktien als Gegenleistung angeboten werden *Kremer/Oesterhaus*, in: Kölner Komm WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 31 Rn. 21; *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 31 Rn. 28.

c) Grenzen der Bindung des Bieters den Inhalt der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG

Die öffentlich-rechtliche Bindung des Bieters an freiwillige Angaben in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG findet ihre Rechtfertigung im Ziel des WpÜG präventiv Marktverzerrungen zu vermeiden. Sie besteht daher nicht für solche freiwilligen Inhalte, deren Änderung keine Marktverzerrung befürchten lässt. Die Frage, wie weitreichend der Bieter an freiwillige Inhalte seiner Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG gebunden ist, ist daher stets anhand einer Betrachtung des konkreten Einzelfalls zu beantworten. Nur durch eine Prüfung der konkreten Situation von Bieter und Zielgesellschaft kann beurteilt werden, ob die Bindung des Bieters an freiwillige Angaben in der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG aus öffentlich rechtlicher Sicht zur Vermeidung von Marktverzerrungen erforderlich ist.

Im Regelfall dürften beispielsweise rein technische Hinweise zur Abwicklung des Angebots den Bieter nicht binden. Ergreift der Bieter aber Maßnahmen, mit denen er das Verhalten der Aktionäre der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit der Annahme des Angebots maßgeblich beeinflussen will, muss er sich hieran in der Regel festhalten lassen. Auch in solchen Fällen muss jedoch im jeweiligen Einzelfall geprüft werden, ob die beabsichtigte Abweichung von der freiwilligen Ankündigung inhaltlich den Bereich, in dem das Verhalten der Aktionäre der Zielgesellschaft beeinflusst werden sollte, betrifft. Änderungen, die insoweit inhaltlich keine nennenswerte Abkehr von der Ankündigung des Bieters darstellen, können daher dennoch zulässig sein.

4. Angebotsbedingungen

a) Unzulässigkeit von Angebotsbedingungen, die materiell eine Lösung von der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG bewirken können

Aus den vorstehend dargestellten Grundsätzen folgt auch, dass in der Angebotsunterlage keine Bedingungen enthalten sein dürfen, die bei materieller Betrachtungsweise geeignet sind, die Bindungswirkung der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG zu unterlaufen. Dies ist etwa bei Bedingungen der Fall, die bereits vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage ausfallen/eintreten können. Angebote, die entsprechende Bedingungen enthalten muss die Bundesanstalt untersagen⁷.

Dies geschah im Jahr 2012 etwa im Verfahren zum Angebot der Andrem Power S.C.A. an die Aktionäre der 3W Power S.A.. Die Angebotsunterlage, welche die Bieterin bei der Bundesanstalt eingereicht hatte, enthielt Bedingun-

⁷ *Cascante/Tyrolt*, AG 2012, 97, 102 f.

gen, die geeignet waren, die von der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG ausgelösten Bindungswirkung zu unterlaufen.

Der Untersagung lag im Wesentlichen folgender Sachverhalt zu Grunde:

Die Bieterin veröffentlichte am 22.02.2012 ihre Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes an die Aktionäre der 3W Power S.A. Am 13.03.2012 und vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage veröffentlichte die Zielgesellschaft eine Ad-hoc-Mitteilung, in der sie ihren Ausblick für das Geschäftsjahr 2012 basierend auf der aktuellen Geschäftslage revidierte. Am 21.03.2012 reichte die Bieterin bei der Bundesanstalt eine Angebotsunterlage ein. Nach der eingereichten Angebotsunterlage sollte das Angebot auch Bedingungen in Form von sog. MAC-Klauseln enthalten. Diese waren so formuliert, dass sie bereits vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage eintreten bzw. ausfallen konnten. Bereits vor Ablauf der Prüfungsfrist gemäß § 14 Abs. 2 WpÜG hatte die Bieterin außerdem einen Gutachter damit beauftragt, zu prüfen, ob vor dem Hintergrund der o.g. Ad-hoc-Mitteilung bereits ein MAC-Ereignis eingetreten ist. Dies hätte zur Folge gehabt, dass das Angebot bereits vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hinfällig geworden wäre.

Die Bundesanstalt hat die Verwendung der o.g. Angebotsbedingungen nicht gestattet und die Veröffentlichung der Angebotsunterlage mit Bescheid vom 05.04.2012 insbesondere aus folgenden Gründen untersagt:

- Bei Bedingungen handelt es sich nach allgemeinem Verständnis um zukünftige ungewisse Ereignisse. Umstände, die bei der Veröffentlichung der Angebotsunterlage bereits eingetreten sind, liegen nicht in der Zukunft und können somit keine zulässigen Bedingungen im Sinne von § 18 WpÜG sein.
- Die Angebotsunterlage wäre außerdem bei ihrer Veröffentlichung inhaltlich unrichtig gewesen. Sie hätte die bereits zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung unwahre Aussage enthalten, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot innerhalb einer bestimmten Frist annehmen können.
- Würde man Bedingungen nach o.g. Vorbild zulassen, hätte der Bieter die Möglichkeit, sich von der durch die Veröffentlichung nach § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG ausgelösten Verpflichtung zur Übermittlung (§ 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG) und Veröffentlichung (§ 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG) einer Angebotsunterlage zu lösen. Er müsste lediglich in das Angebot eine bereits vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage ausgefallene Bedingung aufnehmen.

Unerheblich ist in diesem Zusammenhang, ob der Bieter den Eintritt/Ausfall der Bedingung kennt. Die Möglichkeit der Kenntnisnahme vom Eintritt/Ausfall einer Bedingung liegt regelmäßig in der Sphäre des Bieters. Sie hat keine Auswirkungen auf den Eintritt/Ausfall der Bedingung selbst und damit auf die objektive Richtigkeit der Angebotsunterlage.

b) Hinreichende Konkretisierung von Angebotsbedingungen

Angebotsbedingungen müssen hinreichend bestimmt und konkret sein. Dies ergibt sich aus dem Transparenzgebot (§ 3 Abs. 2 WpÜG, § 11 Abs. 1 Satz 4 WpÜG)⁸. Das Transparenzgebot fordert, dass Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft über genügend Zeit und ausreichende Informationen verfügen müssen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können (§ 3 Abs. 2 WpÜG). Dabei ist die Angebotsunterlage in einer Form abzufassen, die ihr Verständnis und ihre Auswertung erleichtert (§ 11 Absatz 1 Satz 4 WpÜG). Deswegen verbietet es sich, in die Angebotsunterlage Bedingungen aufzunehmen, deren Eintritt/Ausfall der Aktionär der Zielgesellschaft nicht anhand objektiver Kriterien überprüfen kann⁹. Bei schwierigen Sachverhalten, die einer einfachen Überprüfung nicht unmittelbar zugänglich sind, hat der Bieter allerdings die Möglichkeit, den Eintritt einer (hinreichend konkret und bestimmt formulierten) Bedingung durch einen Sachverständigen prüfen zu lassen. Anknüpfungspunkt für den Eintritt-/Ausfall der Bedingung ist dann regelmäßig die Veröffentlichung eines Sachverständigengutachtens mit einem bestimmten Inhalt¹⁰. Bei der Formulierung der Bedingung ist dann jedoch darauf zu achten, dass der Bieter keine Möglichkeit haben darf, zu entscheiden, ob das Gutachten veröffentlicht wird oder nicht. Andernfalls würde er eine unzulässige Potestativbedingung schaffen und so seine Bindung an das Angebot unterlaufen können.

In jedem Falle muss der Bieter die Bedingung aber so konkret abfassen, dass zumindest ein Sachverständiger ihren Eintritt-/Ausfall anhand objektiver Kriterien feststellen kann¹¹. Dies gilt auch für komplexe Sachverhalte, die einer Konkretisierung nur eingeschränkt zugänglich sind. Deswegen darf der Bieter bei der Formulierung von Bedingungen keine unbestimmten Begriffe wie etwa „wesentlich“ oder „vernünftigerweise“ verwenden. Dies gilt selbst dann, wenn der Bieter im Einzelfall ein nachvollziehbares Interesse für die Verwendung unbestimmter Begriffe anführen kann. Dem Bieter ist die Konkretisierung der von ihm im Angebot vorgesehenen Bedingungen jedenfalls eher zuzumuten, als den Aktionären der Zielgesellschaft die mit der Verwendung unbestimmter Begriffe verbundene Rechtsunsicherheit. Diese können in der Regel nämlich nicht beurteilen, wann ein Umstand aus der Sicht des Bieters „wesentlich“ oder „vernünftigerweise“ zu erwarten ist.

⁸ *Steinmeyer*, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Auf. 2007, § 18 Rn. 9; *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Fn. 6), § 18 Rn. 32.

⁹ *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Fn. 6), § 18 Rn. 31; *Hasselbach*, in: Kölner Komm WpÜG (Fn. 5), § 18 Rn. 23.

¹⁰ Vgl. z.B. Allgeier SE für EASY Software AG 7/2012.

¹¹ *Krause*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Fn. 6), § 18 Rn. 90 f. für sogenannte MAC-Bedingungen.

c) Zulässigkeit von Compliance-Bedingungen

Ohne das Vorstehende einzuschränken, ist heraus zu stellen, dass sogenannte „Compliance“-Bedingungen grundsätzlich zulässig sind. Unter einer solchen Bedingung soll im Folgenden verstanden werden, dass die Zielgesellschaft bestimmte rechtliche Vorgaben eingehalten haben wird, und zwar solche rechtlichen Vorgaben, die ethisch fundiert sind und in der Angebotsunterlage benannt sind. Wichtigstes Beispiel dafür ist, dass die Zielgesellschaft nicht aktiv in Korruptionsvorgänge verwickelt ist, insbesondere nicht Aufträge durch Bestechung erlangt hat. An der Einführung einer solchen Bedingung kann der Bieter ein besonderes Interesse aus zwei Gründen haben: Zum einen können die Sanktionen für Korruptionsdelikte oder ähnliche Delikte ein erhebliches Ausmaß erlangen, wie beispielsweise die Siemens AG heraus fand (siehe etwa Handelsblatt vom 26. Oktober 2010). Zum anderen könnte es einen Verstoß gegen die für den Bieter gültigen Compliance-Vorgaben darstellen, ohne hinreichende Absicherung in eine aus Sicht des Bieter nicht hinreichend sorgsam aufgestellte Zielgesellschaft zu investieren.

Auch die Compliance-Bedingung kann letztlich aber nur von einem Sachverständigen auf Eintritt oder Ausfall untersucht werden. Zulässig ist die Compliance-Bedingung daher ähnlich wie die MAC-Klausel nur in der Ausgestaltung, dass ein Gutachter den Eintritt oder Ausfall der Bedingung attestiert und öffentlich bekannt gibt¹². Erstmals angewendet wurde die Compliance-Bedingung im Angebotsverfahren der Engine Holding GmbH für die Aktien der Tognum AG im Jahr 2011.

5. Finanzierung des Angebotes

a) Beschränkung der Angebotsannahme

Der Umfang des Angebots bestimmt das vom Bieter im Zweifelsfall zu finanzierende Volumen. Für Übernahmeangebote und für Pflichtangebote gilt nach § 32 WpÜG der Grundsatz des Vollangebots, das heißt der Bieter hat für alle Aktien zu bieten, die ihm nicht bereits gehören¹³. Dies verlangt vom Bieter erhebliche Finanzierungsanstrengungen, denn der Bieter hat nach § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG sicher zu stellen, dass ihm im Zeitpunkt der Fälligkeit der Gegenleistung die erforderlichen Mittel zur Verfügung stehen. Bieter haben immer wieder versucht, den zu finanzierenden Umfang des Angebots zu senken, wobei die Begründung darauf hinaus lief, dass nicht alle Aktionäre das Angebot annehmen wollten oder würden. Die Bundesanstalt hat in der Vergangenheit Be-

¹² Vgl. für die wirtschaftlichen Rahmendaten und die Durchführung einer Due Diligence Hasselbach, in: Kölner Komm WpÜG (Fn.5), § 18 Rn. 65.

¹³ Vgl. Möllers, in: Kölner Komm WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 13 Rn. 62 m.w.N.; *Cas-cante/Tyrolt*, AG 2012, 97, 106.

strebungen nach Verringerung des Angebotsvolumens durchgängig eine Absage erteilt. Erklärungen wie zwischen dem Bieter und einem der Aktionäre geschlossene Nichtannahmeverpflichtungen, Stellungnahmen, dass ein Tochterunternehmen des Bieters das Angebot nicht annehmen werde, usw. haben sich als nicht hinreichend erwiesen, um den vom Bieter zu verlangenden Finanzierungsaufwand zu verringern.

Grund hierfür war stets, dass die Einhaltung der oben genannten Verpflichtungen vom Verhalten Dritter abhängig war. Das galt ohne Rücksicht darauf, ob es sich um einen schuldrechtlichen oder einen dinglichen Mechanismus zur Absicherung einer verringerten Annahmeverpflichtung handelte.

Eine Ausnahme von diesem Grundsatz lässt die Bundesanstalt aber zu, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- Der Bieter muss mit dem betroffenen Aktionär eine verbindliche Abrede getroffen haben, dass dieser das Angebot nicht annehmen wird.
- Bezüglich dieser Abrede muss zudem ein qualifiziertes Vertragsstrafversprechen bestehen.
- Die Nichtannahmevereinbarung und das Vertragsstrafversprechen müssen durch eine Depotsperrvereinbarung abgesichert sein.

Die Nichtannahmevereinbarung erfordert, dass der Aktionär dem Bieter für eine bestimmte Anzahl von Aktien verbindlich zusagt, das Angebot nicht anzunehmen. Die Erklärung braucht sich also nicht zwingend auf den gesamten Bestand des Aktionärs zu beziehen, auch wenn das der praktisch häufigste Fall sein wird. Erforderlich ist aber eine bindende vertragliche Abrede, die einen einklagbaren Anspruch im Sinne von § 241 BGB verschafft.

Das Vertragsstrafversprechen muss zum einen umfassen, dass der Aktionär dem Bieter eine Vertragsstrafe im Sinne von § 343 BGB zusagt für den Fall, dass er das Angebot entgegen seiner Zusage, also vertragswidrig, doch annimmt. Zum anderen müssen die Vertragsparteien hinsichtlich der Zahlung der Vertragsstrafe eine einredefreie Aufrechnungslage herstellen, da mit einer einredebehafteten Forderung nach § 390 BGB nicht aufgerechnet werden kann. Dazu ist ein ausdrücklicher Ausschluss der Einredemöglichkeit gegenüber der Vertragsstrafe notwendig. Wegen der immensen Bedeutung der Sicherstellung der Gegenleistung und des Ausnahmecharakters einer Reduzierung des Angebotsumfangs ist eine solche nur akzeptabel, wenn in einem höchst möglichen Maße sichergestellt ist, dass die privatautonome Gestaltung des Bieters keine Gefahr für die pünktliche Erbringung der Gegenleistung des Bieters bei deren Fälligkeit darstellt. Da die Aufrechnung auch noch einer Erklärung bedarf, kommt es auch in Betracht, das Erlöschen einer Forderung des Aktionärs durch einen gleichzeitig geschlossenen Erlassvertrag nach § 397 BGB zu bewirken.

Unter einer Depotsperrvereinbarung soll eine Vereinbarung verstanden werden, nach welcher weder der Depotinhaber noch sonstige Depotverfügungsbe-

rechtigte ohne Zustimmung des depotführenden Instituts und des Bieters oder jedenfalls der die Finanzierungsbestätigung ausstellenden Bank verfügen kann. Auch wenn eine solche Vereinbarung zur Herstellung einer einredefreien Aufrechnungslage nicht unbedingt erforderlich ist, wird sie aus zwei Gründen benötigt:

Zum einen weil die finanzierungsbestätigende Bank eine solche Sperre wohl zur Vermeidung der Haftung aus § 13 WpÜG fordern wird. Zum anderen kommt der Depotsperrvereinbarung insoweit Bedeutung zu, als sie dem Umgehungsschutz dient. Denn sonst wäre es schwierig, die Erstreckung des Vertragsstrafenversprechens auf etwaige Dritte praktisch durchzuführen.

Erstmals praktiziert wurde dieses Verfahren bei dem Angebotsverfahren der Pelikan AG für die Herlitz AG im Januar 2010, und seitdem in drei weiteren Verfahren angewendet¹⁴.

b) Sicherstellung der Gegenleistung beim Tauschangebot

Die Sicherstellung der Gegenleistung ist auch beim Tauschangebot eines der Kernanliegen des WpÜG. Da es bei einem Tauschangebot keine der Finanzierungsbestätigung nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG entsprechende Sicherung durch einen vom Bieter unabhängigen Haftungsübernehmer gibt, gilt ein besonderes Augenmerk den vom Bieter getroffenen Finanzierungsmaßnahmen. Hierauf kam es auch bei der Übernahme der Hochtief AG durch die ACS, Actividades de Construcción y Servicios S.A. (ACS) an. ACS hatte zunächst vor, die als Gegenleistung vorgesehenen Aktien zum Teil durch ein Wertpapierdarlehen zu erlangen. Damit hätte die Erbringung der Gegenleistung aber noch von der Mitwirkung eines Dritten abgehangen. Eine solche Vorgehensweise wäre hinter dem Schutzstandard zurück geblieben, der im Fall einer ordentlichen Kapitalerhöhung besteht. Denn bei dieser hängt die Entscheidung über die Entstehung der Aktien nur noch von einer hoheitlichen Entscheidung wie der eines Gerichts ab. Die Bundesanstalt hatte folglich die Einhaltung eines Verfahrens zu verlangen, welches weitestgehend dem der Eintragung einer Kapitalerhöhung bei einer deutschen AG entsprach¹⁵.

6. Fälle des sogenannten „Anschleichens“

Zwischenzeitlich große Bedeutung erlangten die Fälle des so genannten Anschleichens, vor allem durch die prominenten Fälle der Übernahmehaben der Schaeffler KG für die Continental AG und der Porsche AG für die Volkswagen AG. In diesen Fällen vereinbarten die Bieter mit einer Bank bezüglich Aktien der Zielgesellschaft eine von der jeweiligen Bank zu leistende Ausgleichs-

¹⁴ Neckarpri/EnBW Januar 2011, Clariant/Südchemie Mai 2011, BCP/Leica Januar 2012.

¹⁵ Siehe Angebotsunterlage der ACS für Hochtief, Punkt 13.1.6, S. 45/46.

pflicht in Geld für den Fall, dass der Kurs der Aktie einen bestimmten Anstieg verzeichnete (Total Return Equity Swap)¹⁶. Dadurch bestand ein hohes Risiko der betroffenen Bank bei einem Kursanstieg in der Aktie der Zielgesellschaft und die Bank konnte sich durch Erwerb der Aktien der Zielgesellschaft gegen dieses Risiko absichern. Im Ergebnis waren Bieter damit in der Lage, sich Aktien zu sichern, da die Banken ein Interesse daran hatten, sich der Zahlungsverpflichtung durch Übertragung der Aktien zu entledigen. Kein Fall des Anschleichens war dagegen das Übernahmeangebot der ACS S.A. für die Hochtief AG, da in diesem Fall der Beteiligungsaufbau auf knapp unter 30 % vorher bekannt war. Ähnlich gelagerte Fälle wären heute infolge des neuen Melderegimes nach § 25 und § 25a WpHG nicht mehr möglich¹⁷.

7. Gemischtes Angebot

Ebenfalls ein neues Phänomen ist das so genannte gemischte Angebot. Es unterscheidet sich von der schlichten Mehrheit von Bietern oder Bietergemeinschaft dadurch, dass zwar mehrere Bieter für die Aktien der gleichen Zielgesellschaft bieten, und zwar gleichzeitig, jedoch unterschiedliche Angebotsarten (z.B. Pflichtangebot für den einen Bieter, einfaches Erwerbsangebot für den anderen Bieter) vorliegen.

Zu dieser Angebotsart kam es erstmals bei der Beteiligung der Thüga Holding GmbH & Co. KGaA (Thüga Holding) an der Mainova AG im März 2010. Die Thüga Holding erwarb sämtliche Anteile an der Thüga AG. Diese hatte bereits vor In-Kraft-Treten des WpÜG mit der Stadtwerke Frankfurt am Main Holding GmbH (Stadtwerke Frankfurt) einen Stimmbindungsvertrag bezüglich der Mainova AG abgeschlossen. Damit erhielt die Thüga Holding die Stimmrechte der Stadtwerke Frankfurt in Höhe von rund 75 % zugerechnet. Gleichzeitig lag der Stimmrechtsanteil des Tochterunternehmens Thüga AG bei 24 %. Folge war, dass die Thüga Holding die Kontrolle nach § 29 Abs. 2 WpÜG erlangte und nach § 35 Abs. 1 und Abs. 2 WpÜG zum Angebot verpflichtet war. Dabei hätte sie nach dem allgemeinen Grundsatz des Vollangebots nach § 32 WpÜG auch auf alle Aktien der Abstimmungspartner bieten müssen, mit dem Resultat, dass ihr zwar rund 99 % der Stimmrechte aus Aktien zuzurechnen waren, sie jedoch hätte auf 100 % bieten müssen. Aus diesem Grund schlossen sich die Thüga Holding einerseits und die Stadtwerke Frankfurt sowie die Thüga AG andererseits zu einem gemeinsamen Angebot zusammen. Dieses

¹⁶ Vgl. *Habersack*, AG 2008, 817: „Beteiligungstransparenz adieu? – Lehren aus dem Fall Continental-Schaeffler“.

¹⁷ Zu den Mitteilungspflichten nach §§ 25, 25a WpHG siehe auch Darstellung auf der Internetseite der BaFin http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenzpflichten/BedeutendeStimmrechtsanteile/bedeutendestimmrechtsanteile_node.html.

Angebot war für die Stadtwerke Frankfurt und die Thüga AG ein reines Erwerbsangebot und für die Thüga Holding ein Pflichtangebot.

Das damit erstmals praktizierte gemischte Angebot ist zum Schutz der Angebotsadressaten nur dann zulässig, wenn die Angebotsunterlage den strengsten der anwendbaren Regelungen genügt. Der Bieter, dessen Anteil am Angebot ein reines Erwerbsangebot ist, kann also von dessen erleichterten Voraussetzungen nicht profitieren. Vielmehr muss sicher gestellt sein, dass durch die Aufnahme eines weiteren Bieters keine Nachteile für die anderen Aktionäre entstehen. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass der gewillkürte Bieter keine Vorteile für sich beanspruchen kann, die bei einem Pflichtangebot entstehen können: So kann er durch seine Beteiligung am Angebot in der Form des freiwilligen Erwerbsangebots keine Stellung erlangen, die einen Squeeze-Out nach § 39a WpÜG erlauben würde¹⁸. Den Zusammenschluss zum gemeinsamen Angebot können solche zumindest mittelbar an der Zielgesellschaft Beteiligten vornehmen, zwischen denen ein Zurechnungssachverhalt nach § 30 WpÜG oder ein zumindest ähnliches Näherverhältnis besteht.

8. Grenzüberschreitende Angebote (Cross-Border-Offers)

a) § 24 WpÜG: Ausschluss ausländischer Aktionäre bei einem grenzüberschreitenden Angebot

Gemäß § 24 WpÜG kann die Bundesanstalt einem Bieter, der bei einem grenzüberschreitenden Angebot zugleich die Vorschriften eines anderen Staates außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums einzuhalten hat, gestatten, bestimmte Inhaber von Wertpapieren mit Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlichem Aufenthalt in diesem Staat von dem Angebot auszunehmen, wenn dem Bieter wegen der Anwendbarkeit des ausländischen Rechts ein Angebot an alle Inhaber von Wertpapieren unzumutbar ist.

b) Anknüpfung des Rechts öffentlicher Angebote

§ 24 WpÜG stellt eine Lösung für den Normenkonflikt von mehreren anwendbaren Rechtsordnungen bereit. Ein solcher Konflikt ist angesichts der zunehmenden Internationalisierung der Kapitalmärkte keine Seltenheit.

Kurze Beachtung verdient dabei die Anknüpfung der Anwendbarkeit einer ausländischen Rechtsnorm im Falle eines öffentlichen Angebotes, das gemäß § 1 WpÜG den Regelungen des WpÜG unterliegt. Innereuropäisch wird die Anwendbarkeit des Übernahmerechts entsprechend den Vorgaben der Übernah-

¹⁸ Zu den Voraussetzungen für ein Squeeze-Out-Verfahren nach § 39a WpÜG vgl. OLG Frankfurt am Main v. 21. Mai 2012, WpÜG 10/11; OLG Frankfurt am Main v. 9.12.2008, WpÜG 2/08.

merichtlinie (RL 2004/25/EG) grundsätzlich an den Sitz der Zielgesellschaft und den Ort oder die Orte der Börsenzulassung im Organisierten Markt gemäß § 2 Abs. 7 WpÜG angeknüpft. In anderen Rechtsordnungen folgt man dem Ansatz einer Anknüpfung an den Sitz der Aktionäre, also an den Ort, in dem das Angebot wahrgenommen wird. Die Anknüpfung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften an den Ort des Sitzes der Aktionäre ist auch dem deutschen Recht nicht fremd (siehe § 3 Abs. 1 WpPG), ist jedoch nicht im Übernahmerecht verwirklicht.

Nach den Erfahrungen in der Aufsichtspraxis der Bundesanstalt knüpfen beispielsweise die USA, Kanada, Japan und Australien die Anwendbarkeit ihrer nationalen Regelungen öffentlicher Angebote an den Sitz oder ständigen Aufenthalt der Aktionäre, an die das Angebot gerichtet ist. Sofern der Bieter in solchen Jurisdiktionen Aktionäre der Zielgesellschaft ausgemacht hat¹⁹, stellt sich für ihn die Frage, wie die jeweils anwendbaren Regelungen dergestalt in Einklang zu bringen sind, dass das Angebot nach § 14 WpÜG gestattet wird. Wo dies nicht zu erreichen oder für den Bieter unzumutbar ist, schafft § 24 WpÜG Abhilfe.

c) Unzumutbarkeit aus Rechtsgründen

Unzumutbar i.S.d. § 24 WpÜG ist ein Angebot für den Bieter an alle Aktionäre der Zielgesellschaft nach den Worten der Gesetzesbegründung²⁰ dann, wenn – z.B. auf Grund der erforderlichen Mitwirkung ausländischer Aufsichtsbehörden und deren Entscheidungspraxis – bereits zu Beginn des Verfahrens vorhersehbar ist, dass der Bieter auch bei Anwendung aller Sorgfalt nicht in der Lage sein wird, die rechtlichen Vorgaben einzuhalten. Unzumutbar ist ein solches Angebot stets, wenn es dem Bieter unmöglich ist, die rechtlichen Vorgaben einzuhalten.

In der Verwaltungspraxis der Bundesanstalt wurde einem Antrag nach § 24 WpÜG bislang regelmäßig dann stattgegeben, wenn der Bieter sich in einem unauflösbaren Normenkonflikt befand oder voraussichtlich ohne einen Ausschluss der betreffenden Aktionäre befinden würde. In der Praxis stehen häufig Fristen in nationalen Rechtsordnungen dem Bemühen des Bieters entgegen, die Anforderungen verschiedener Rechtsordnungen in Einklang zu bringen²¹. Ist die Durchführung des Angebots entsprechend ausländischem Recht für den Bieter „nur“ mit einem als unverhältnismäßig wahrgenommenen Mehraufwand ver-

¹⁹ Wie der Bieter herausfinden kann, ob und welche ungefähre Anzahl von Aktionäre sich in bestimmten Jurisdiktionen aufhält, insbesondere in den USA, ist ersichtlich u.a. bei *Versteegen*, in: Kölner Komm WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 24 Rn. 52.

²⁰ Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 51.

²¹ Weitere Beispiele bei *Winkelmann*, Aufsicht und anwendbares Recht bei grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen, 2007, S. 250, 251; *Versteegen*, in: Kölner Komm WpÜG (Fn. 19), § 24 Rn. 23 ff.

bunden, fällt dies entsprechend den Vorgaben der Gesetzesbegründung nach der Praxis der Bundesanstalt nicht ins Gewicht. So ist es lediglich in Ausnahmefällen denkbar, dass die Bundesanstalt einem Bieter aufgrund seines Aufwands zur Durchführung seines Angebots auch in ausländischen Jurisdiktionen erlauben wird, die in dieser Jurisdiktion ansässigen Aktionäre vom Angebot auszuschließen.

Problematisch bei der Bescheidung eines Antrags gemäß § 24 WpÜG ist häufig, dass zum Zeitpunkt der Entscheidung die Reaktion der ausländischen Aufsichtsbehörde nicht bekannt oder vorhersehbar ist. Vor allem in Rechtsordnungen, die (anders als § 14 WpÜG) eine *ex post* Kontrolle der Angebotsunterlage durch die Aufsichtsbehörde vorsehen, beispielsweise in Form von Nachträgen aufgrund der Anmerkungen der Aufsichtsbehörde, kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich ein unlösbarer Normenkonflikt ergibt, weil die gemäß § 14 WpÜG veröffentlichte Angebotsunterlage nicht mehr angepasst oder aktualisiert werden kann. Hier ist es regelmäßig Aufgabe des Bieters, durch frühzeitigen Kontakt mit den jeweiligen Aufsichtsbehörden sicherzustellen, dass eine Koordination der anwendbaren Rechtsordnungen gelingen kann. Im Falle eines Normenkonfliktes wird regelmäßig auch die Bundesanstalt Kontakt zu den zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörden herstellen. Insbesondere die Erfahrungen mit den USA haben gezeigt, dass regelmäßig eine gute Kooperation hergestellt werden kann. Dennoch bleibt die Darstellung der anwendbaren ausländischen Rechtsnormen und deren Plausibilisierung als Teil des zur Antragsbegründung notwendigen Sachvortrags Sache des Bieters.

Bei der Feststellung der Unzumutbarkeit sind die Anforderungen an die Bemühungen des Bieters, die Vorgaben des ausländischen Rechts zu erfüllen, prinzipiell hoch und, worauf zu Recht hingewiesen wird, umso höher, je größer der Anteil der betreffenden ausländischen Aktionäre ist. Schließlich setzt die Gesetzesbegründung²² (a.a.O.) die Anwendung aller Sorgfalt durch den Bieter explizit auch in Bezug auf die Mitwirkung der ausländischen Aufsichtsbehörden voraus. So gehen z.B. Situationen, in denen der Bieter durch schleppendes Betreiben einer Abstimmung mit den ausländischen Aufsichtsbehörden eine Situation schafft, in der ihm die Einhaltung des ausländischen Rechts „nicht mehr“ möglich ist, ein in die Bewertung der Unzumutbarkeit.

d) Grenzüberschreitende Tauschangebote

Besonderes Augenmerk verdienen im Zusammenhang mit § 24 WpÜG fraglos die grenzüberschreitenden Tauschangebote. Denn diese erfordern häufig die Beachtung des ausländischen Prospektrechts – ebenso wie § 3 Abs. 1 WpPG prinzipiell das deutsche WpPG im Falle eines (insoweit grenzüberschreitenden)

²² Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 51.