

MARKUS MARTIN

Der konkurrierende Bieter bei öffentlichen Übernahmeangeboten

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
19*

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



Markus Martin

Der konkurrierende Bieter bei öffentlichen Übernahmeangeboten

Mohr Siebeck

Markus Martin, geboren 1981; Studium der Rechtswissenschaften und der Betriebswirtschaftslehre; 2008 Diplomkaufmann; 2010 Zweites Staatsexamen; 2014 Promotion; 2010–14 Wissenschaftlicher Angestellter an der Universität Tübingen und in einer internationalen Wirtschaftskanzlei; derzeit Rechtsanwalt in einer internationalen Wirtschaftskanzlei.

D 21

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung des Vereins zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V.

ISBN 978-3-16-153374-7 / eISBN 978-3-16-158819-8 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.

© 2015 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 Gulde-Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2013/14 von der Juristischen Fakultät der Eberhard-Karls-Universität Tübingen als Dissertation angenommen. Sie ist im Wesentlichen auf dem Stand vom Juni 2014.

Ich danke all jenen, die mich bei der Arbeit an dieser Dissertation unterstützt haben. Meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Heinz-Dieter Assmann, danke ich ganz herzlich für die Anregung zu diesem Thema, für die stets hervorragende Betreuung und den gewährten wissenschaftlichen Freiraum sowie für die zügige Erstellung des Erstgutachtens. Sein Rat und seine Unterstützung waren mir stets eine große Hilfe bei der Fertigstellung dieser Arbeit.

Bedanken möchte ich mich auch bei Herrn Professor Dr. Jens-Hinrich Binder für die Übernahme und die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Den Herausgebern der „Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht“ danke ich für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe. Dem Verein zur Förderung des Deutschen, Europäischen und vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V. danke ich für die Gewährung des großzügigen Druckkostenzuschusses. Danken möchte ich in diesem Zusammenhang auch Herrn Dr. Marc Benzler.

Großen Dank schulde ich meinen Eltern, Jürgen und Antonie Martin, ohne deren jahrelange und liebevolle Unterstützung mir weder mein Studium noch der Abschluss der Promotion gelungen wären. Herzlich danke ich auch meinem Bruder, Andreas Martin, für seine jahrelange Hilfe und Unterstützung. Ganz besonders danke ich zuletzt meiner Freundin, Manuela Köck, für ihre Unterstützung während der Anfertigung dieser Arbeit und für ihre große Hilfe beim Korrekturlesen.

Backnang, im Juni 2014

Markus Martin

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
1. Teil: Grundlagen	1
§1 Einleitung	1
A. Problemstellung und Ziel der Arbeit	1
B. Mögliche Konkurrenzsznarien	3
C. Fortgang der Arbeit	5
§2 Auftreten konkurrierender Bieter	6
A. Bisherige Fälle in Deutschland	6
B. Vergleich mit anderen Rechtsordnungen	9
C. Stellungnahme	12
§3 Normativer Rahmen für Angebote konkurrierender Bieter	12
A. Einleitung	12
B. Übernahmekodex	13
C. Gesetzlicher Rahmen und Bieterförderung im WpÜG	14
D. Konkurrenzfördernder Regelungsrahmen in anderen Rechtsordnungen	22
E. Zusammenfassung	28
§4 Ökonomische Würdigung von Konkurrenzförderung	29
A. „Williams Act“ als Diskussionsauslöser	29
B. Bewertung aus Sicht konkurrierender Bieter	29
C. Bewertung aus Sicht des Erstbieters	29
D. Sicht der Aktionäre und des Unternehmenskontrollmarktes	35
E. Gesamtwirtschaftliche Bewertung der Förderung von Bieterkonkurrenz	41
F. Zusammenfassung	43

2. Teil: Die Rechtsstellung des konkurrierenden Bieters im Übernahmeverfahren	45
§ 5 Begriffsdefinition des konkurrierenden Bieters	45
A. Legaldefinition konkurrierender Angebote als Ausgangspunkt	45
B. Abgabe eines Angebots während der Annahmefrist	45
C. Gleiche Aktiengattung	46
D. „Dritter“ i.S.d. § 22 Abs. 1 WpÜG	47
E. Zusammenfassung	66
§ 6 Due Diligence-Prüfung im Vorfeld der Angebotsentscheidung	66
A. Einleitung	66
B. Funktion und Bedeutung der Due Diligence	67
C. Befugnis des Vorstands zu Informationsweitergabe	68
D. Pflicht des Vorstands einer Bietergesellschaft zur Due Diligence-Prüfung	70
§ 7 Anspruch des konkurrierenden Bieters auf Gleichbehandlung	78
A. Vorüberlegung	78
B. Gleichbehandlungsgrundsatz in Art. 2 Abs. 2 Satz 1 Übernahmekodex	79
C. Rechtsvergleichender Rundblick	79
D. Anknüpfungspunkte einer Bietergleichbehandlung im WpÜG	82
E. Gleichbehandlungsansprüche aufgrund der Aktionärsstellung der Bieter	97
F. Bestätigende Überlegungen	98
G. Reformüberlegungen	100
H. Zusammenfassung	101
§ 8 Verhaltenspflichten des Bieters nach dem WpÜG	102
A. Einleitung	102
B. Pflichten vor der Angebotsabgabe	102
C. Pflichten während und nach der Angebotsphase	108
§ 9 Verhaltensgebote und -verbote des WpHG	131
A. Einleitung	131
B. Vorliegen einer Insiderinformation i.S.v. § 13 Abs. 1 WpHG	132
C. Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	139
D. Das Verwendungsverbot aus Sicht des konkurrierenden Bieters	144
E. Ad-hoc-Publizitätspflicht des konkurrierenden Bieters	150
F. Gefährdung der Pläne durch Publizitätspflicht der Zielgesellschaft	156
G. Zusammenfassung	160

§ 10 Transaktionsvereinbarungen mit Bietern	161
A. Einleitung	161
B. Break fee-Vereinbarungen	162
C. Unterstützungs- und Verhaltensvereinbarungen	183
3. Teil: Der konkurrierende Bieter im Bieterwettkampf	189
§ 11 Rechtsstellung und Handlungsmöglichkeiten des konkurrierenden Bieters im Bieterwettkampf	189
A. Ausgangslage	189
B. Verfahrensrahmen für Bieterwettkämpfe und Regelungslücken	190
C. Möglichkeit zur Umgehung des Bieterwettkampfs für Konkurrenzbieter	191
D. Synchronisierung der Annahmefristen	197
E. Rücktrittsrechte der Angebotsempfänger in Bieterwettkämpfen	213
F. Parallelerwerb im Rahmen von Bieterwettkämpfen	223
G. Mehrfachänderungen und zeitliche Grenzen von Bieterwettkämpfen	232
H. Zusammenfassung	251
4. Teil: Schluss	253
§ 12 Zusammenfassung der Ergebnisse	253
§ 13 Schlussbetrachtung und Reformvorschläge	260
Literaturverzeichnis	265
Weitere Quellen	279
Sachregister	285

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
1. Teil: Grundlagen	1
§1 Einleitung	1
A. Problemstellung und Ziel der Arbeit	1
B. Mögliche Konkurrenzsznarien	3
C. Fortgang der Arbeit	5
§2 Auftreten konkurrierender Bieter	6
A. Bisherige Fälle in Deutschland	6
I. Jagenberg AG	6
II. Techem AG	6
III. REpower Systems AG	7
IV. Schering AG und Rhön-Klinikum AG sowie weitere Fälle	8
B. Vergleich mit anderen Rechtsordnungen	9
I. Schweiz	9
II. Großbritannien	10
C. Stellungnahme	12
§3 Normativer Rahmen für Angebote konkurrierender Bieter	12
A. Einleitung	12
B. Übernahmekodex	13
C. Gesetzlicher Rahmen und Bieterförderung im WpÜG	14
I. Konkurrierende Angebote, § 22 WpÜG	14
1.) Regelungsinhalt	14
2.) Förderung von Bieterkonkurrenz als Regelungsziel	15
II. Suche nach einem „weißen Ritter“, § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 2 WpÜG	16

1.) Regelungsinhalt und Bedeutung aus Sicht konkurrierender Bieter	16
2.) Keine Pflicht zur Suche nach einem konkurrierenden Bieter	18
III. Mittelbare Förderung konkurrierender Bieter durch das WpÜG	20
1.) Pflicht des Erstbieters zur Veröffentlichung seiner Angebotsentscheidung	20
2.) Ermöglichung der Angebotsvorbereitung durch Mindestannahmefrist	21
3.) Reduzierung von Informationskosten des konkurrierenden Bieters	22
4.) Stellungnahme und Ergebnis	22
D. Konkurrenzfördernder Regelungsrahmen in anderen Rechtsordnungen	23
I. Schweiz	23
II. Großbritannien	25
III. Vereinigte Staaten	26
E. Zusammenfassung	28
§4 Ökonomische Würdigung von Konkurrenzförderung	29
A. „Williams Act“ als Diskussionsauslöser	29
B. Bewertung aus Sicht konkurrierender Bieter	29
C. Bewertung aus Sicht des Erstbieters	30
I. Relativierung des „sunk cost“-Problems	30
II. Unbekannter Einfluss des Verteuerungseffekts auf Suchanreize	33
III. Ergebnis	34
D. Sicht der Aktionäre und des Unternehmenskontrollmarktes	35
I. Lösung des „Gefangenendilemmas“ von Zielgesellschaftsaktionären	35
II. Bewertung aus Sicht aller Aktionäre und des Unternehmenskontrollmarktes	37
1.) Fehlende Dominanz des Unternehmenskontrollmarktkonzeptes	39
2.) Grenzen der Managerdisziplinierung und Deregulierungsgefahren	40
3.) Ergebnis	41
E. Gesamtwirtschaftliche Bewertung der Förderung von Bieterkonkurrenz	42
F. Zusammenfassung	43

2. Teil: Die Rechtsstellung des konkurrierenden Bieters im Übernahmeverfahren	45
§ 5 Begriffsdefinition des konkurrierenden Bieters	45
A. Legaldefinition konkurrierender Angebote als Ausgangspunkt	45
B. Abgabe eines Angebots während der Annahmefrist	45
C. Gleiche Aktiengattung	46
D. „Dritter“ i.S.d. § 22 Abs. 1 WpÜG	47
I. Alternativangebote eines Bieters	48
II. Rechtlich und wirtschaftlich mit dem Bieter verflochtene Personen	49
1.) Meinungsstand: Formale oder wertende Betrachtung	49
2.) Stellungnahme	51
III. Zielgesellschaft als „Dritter“	53
1.) Angebote im Rahmen einer „pacman“-defense	54
2.) Öffentliche Rückerwerbsangebote	54
a.) Ausgangslage und Meinungsstand	54
b.) Auswirkungen der Verwaltungspraxis der BaFin auf Begriffsdefinition	55
c.) Kritik und Stellungnahme	56
aa.) Wortlaut und historische Auslegung	56
bb.) Systematische und teleologische Auslegung	58
cc.) Zwischenergebnis	60
dd.) Folgenbetrachtung der (Nicht)Anwendbarkeit von § 22 WpÜG	61
b.) Ergebnis	63
IV. Der Vorstand der Zielgesellschaft als konkurrierender Bieter	63
E. Zusammenfassung	66
§ 6 Due Diligence-Prüfung im Vorfeld der Angebotsentscheidung	66
A. Einleitung	66
B. Funktion und Bedeutung der Due Diligence	67
C. Befugnis des Vorstands zu Informationsweitergabe	68
D. Pflicht des Vorstands einer Bietergesellschaft zur Due Diligence-Prüfung	70
I. Rechtsprechung und Meinungsstand	70
II. Stellungnahme	71
1.) Grundsätzliche Pflicht des Vorstands zur Due Diligence-Prüfung	71
2.) Möglichkeit des Erwerbs ohne Due Diligence	72
3.) Zwischenergebnis	75
III. Übertragbarkeit auf Organe konkurrierender Bieter	75

1.) Geschäftsführungsorgan eines „weißen Ritters“	75
2.) Geschäftsführungsorgan eines feindlichen Konkurrenzbieters	76
IV. Ergebnis	77
§ 7 Anspruch des konkurrierenden Bieters auf Gleichbehandlung	78
A. Vorüberlegung	78
B. Gleichbehandlungsgrundsatz in Art. 2 Abs. 2 Satz 1 Übernahmekodex	79
C. Rechtsvergleichender Rundblick	79
I. Vereinigte Staaten von Amerika	79
II. Großbritannien	80
III. Schweiz	81
D. Anknüpfungspunkte einer Bietergleichbehandlung im WpÜG	82
I. Vorbild City Code und Art. 2 ÜbK	83
1.) Rechtsvergleichende Auslegung	83
a.) Wesensmerkmale des City Code	84
b.) Grundlegende Wertungen des WpÜG	84
2.) Stillschweigende Fortgeltung von Art. 2 Abs. 2 Übernahmekodex	86
II. Pflicht zur Gleichbehandlung aus § 3 Abs. 1 WpÜG	87
III. Bietergleichbehandlung als Bestandteil des Verhinderungsverbots	88
1.) Wortlautauslegung von § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	89
2.) Systematik	90
3.) Sinn und Zweck von § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	91
IV. Anspruch auf Bietergleichbehandlung aus § 22 WpÜG	92
1.) § 22 Abs. 3 WpÜG	93
2.) § 22 Abs. 2 WpÜG	94
V. Bietergleichbehandlung als Ausdruck des Gesellschaftsinteresses	95
E. Gleichbehandlungsansprüche aufgrund der Aktionärsstellung der Bieter	97
F. Bestätigende Überlegungen	98
G. Reformüberlegungen	100
H. Zusammenfassung	101
§ 8 Verhaltenspflichten des Bieters nach dem WpÜG	102
A. Einleitung	102
B. Pflichten vor der Angebotsabgabe	102
I. Bekanntgabe der Angebotsentscheidung, § 10	102
II. Pflicht zur Erstellung der Angebotsunterlage, § 11	105
III. Sicherstellung der Angebotsfinanzierung, § 13	106

IV. Übermittlung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage, § 14	107
C. Pflichten während und nach der Angebotsphase	108
I. Pflicht zur Veröffentlichung von „Wasserstands- meldungen“, § 23	108
II. Herbeiführung eines Beschlusses der Gesellschafter- versammlung, § 25	109
III. Verbot der Vorteilsgewährung, § 33d	110
1.) Motivation und Ausgestaltung	110
2.) Rechtfertigung einzelner Geldzahlungen und geldwerter Vorteile	112
a.) Rechtfertigungsmaßstab	112
b.) Vorteile und deren Rechtfertigung im Einzelfall	113
aa.) Inaussichtstellen der Weiterbeschäftigung oder weiterer Funktionen	113
bb.) Geldzahlungen, höhere Gehälter und variable Vergütungszusagen	115
cc.) Reisen, Sachleistungen, Verzicht auf Schadensersatzansprüche, Freistellung von Verbindlichkeiten	118
dd.) Managementbeteiligungen	118
ee.) Sonstige Geschäfte mit Organen der Zielgesellschaft	120
3.) Ergebnis	121
IV. Werbemaßnahmen des konkurrierenden Bieters, § 28	121
1.) Anwendungsbereich und Begriffsdefinition	122
2.) Missstand und Untersagungsbefugnis	123
a.) Umfang der Werbung	124
b.) Arten der Werbung	126
c.) Inhalt der Werbung	126
3.) Ergebnis	128
V. Pflicht zur Erbringung der Gegenleistung, § 31	129
1.) Angemessenheit der Gegenleistung, § 31 Abs. 1	129
2.) Art der Gegenleistung, § 31 Abs. 2 und 3	129
3.) Nachbesserung bei Parallel- und Nacherwerben, § 31 Abs. 4 und 5	130
4.) Ergebnis	131
§ 9 Verhaltensgebote und -verbote des WpHG	131
A. Einleitung	131
B. Vorliegen einer Insiderinformation i.S.v. § 13 Abs. 1 WpHG	132

I.	Problem „gestreckter Sachverhalte“ bei öffentlichen Angeboten	132
II.	Meinungsstand und Rechtsprechung	133
III.	Entscheidung des EuGH vom 28.06.2012	134
IV.	Auswirkungen auf Angebotssachverhalte	137
C.	Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	139
I.	Weitergabe der Insiderinformation durch die Zielgesellschaft	139
II.	Weitergabe von Insiderinformationen durch den konkurrierenden Bieter	141
1.)	Weitergabe an Mitarbeiter und externe Berater	142
2.)	Weitergabe an die Zielgesellschaft	142
3.)	„Warehousing“	143
D.	Das Verwendungsverbot aus Sicht des konkurrierenden Bieters	144
I.	Konkurrierender Bieter erwirbt in Umsetzung seines Angebotsplans	145
II.	Konkurrierender Bieter handelt infolge Insiderinformation über Angebot	146
III.	Verwendung von Insiderinformationen aus einer Due Diligence	149
E.	Ad-hoc-Publizitätspflicht des konkurrierenden Bieters	150
I.	Keine Ausschluss von § 15 Abs. 1 WpHG durch § 10 Abs. 6 WpÜG	150
II.	Pflicht zur Veröffentlichung angebotsbezogener Informationen	152
III.	Befreiungsmöglichkeit nach § 15 Abs. 3 WpHG	153
1.)	Beeinträchtigung laufender Verhandlungen und sonstiger Interessen	153
2.)	Ausstehende Organzustimmung, § 6 Satz 2 Nr. 2 WpAIV	154
3.)	Ergebnis	155
F.	Gefährdung der Pläne durch Publizitätspflicht der Zielgesellschaft	156
I.	Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung der Zielgesellschaft	156
II.	Möglichkeit zur Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG	157
1.)	Keine generelle Befreiung aufgrund der Wertung des § 10 Abs. 6 WpÜG	157
2.)	Berechtigtes Interesse der Zielgesellschaft an Selbstbefreiung	158
3.)	Ergebnis	160
G.	Zusammenfassung	160

§ 10 Transaktionsvereinbarungen mit Bietern	161
A. Einleitung	161
B. Break fee-Vereinbarungen	162
I. Inhalt und Zweck von break fee-Vereinbarungen	162
II. Bedeutung aus Sicht des konkurrierenden Bieters	163
III. Zulässigkeit von break fee-Vereinbarungen	164
1.) §§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 AktG	165
a.) Wahrung des Gesellschaftsinteresses	165
b.) Angemessenheit der break fee	167
c.) Verbot der Vorwegbindung	169
2.) § 57 Abs. 1 S. 1 AktG	169
a.) Anwendungsbereich des Verbots	169
b.) (Konkurrierender) Bieter als künftiger Aktionär	170
c.) (Konkurrierender) Bieter ist bereits Aktionär der Zielgesellschaft	171
d.) Leistung an Aktionäre der Zielgesellschaft	173
3.) § 71a Abs. 1 S. 1 AktG	174
a.) Exklusivität von Zahlung und Erlangung der Aktionärsstellung	174
b.) Funktioneller Zusammenhang zwischen Leistung und Erwerb	175
c.) Aktienerwerbe außerhalb des Angebotsverfahrens	177
d.) Ergebnis	178
4.) § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	179
a.) Verhinderungswirkung einer break fee im Einzelfall	179
b.) Rechtfertigung einer break fee mit Vereitelungswirkung	180
5.) Zusammenfassung	182
C. Unterstützungs- und Verhaltensvereinbarungen	183
I. Inhalt und Zweck	183
II. Board recommendation-Klauseln	184
III. No shop und no talk-Vereinbarungen	185
1.) Unzulässigkeit von no talk-Vereinbarungen	186
2.) Zulässigkeit von no shop-Vereinbarungen	187
IV. Zusammenfassung	188
3. Teil: Der konkurrierende Bieter im Bieterwettkampf	189
§ 11 Rechtsstellung und Handlungsmöglichkeiten des konkurrierenden Bieters im Bieterwettkampf	189
A. Ausgangslage	189
B. Verfahrensrahmen für Bieterwettkämpfe und Regelungslücken	190

C.	Möglichkeit zur Umgehung des Bieterwettkampfs für Konkurrenzbieter	191
I.	Lösungsvorschläge de lege lata	192
II.	Notwendigkeit und Gestaltung einer Neuregelung	193
	1.) Bewertung der bisherigen Reformvorschläge	194
	2.) Eigener Reformvorschlag	195
III.	Ergebnis und Formulierungsvorschlag	196
D.	Synchronisierung der Annahmefristen	197
I.	Fristangleichung bei Abgabe des konkurrierenden Angebots	197
	1.) Konkurrierendes Angebot endet nach ursprünglichem Angebot	198
	2.) Konkurrierendes Angebot endet vor dem ursprünglichen Angebot	198
	a.) Voraussetzungen einer analogen Anwendung von § 22 Abs. 2 S. 1 WpÜG	198
	b.) Bestimmung des Schutzzwecks von § 22 Abs. 2 S. 1 WpÜG	199
	c.) Keine Vergleichbarkeit der Interessenlage	202
	d.) Ergebnis und Ausblick	203
II.	Fristangleichung bei Änderung des konkurrierenden Angebots	203
III.	Fristangleichung bei fristverlängernder Änderung des Erstbieters	205
	1.) Der Fall Techem	205
	a.) Voraussetzung einer Analogie von § 22 Abs. 2 S. 2 Var. 1 WpÜG	205
	b.) Vergleichbarkeit der Interessenlage	206
	2.) Angebotsänderung des ursprünglichen und kürzere Annahmefrist des konkurrierenden Angebots	209
	3.) Zusammentreffen fristverlängernder Angebotsänderungen beider Bieter	211
IV.	Zusammenfassung der Ergebnisse und Reformvorschlag	212
E.	Rücktrittsrechte der Angebotsempfänger in Bieterwettkämpfen	213
I.	Voraussetzungen des Rücktrittsrechts nach § 22 Abs. 3 WpÜG	214
II.	Beschränkungen des Rücktrittsrechts durch „irrevocables“	214
	1.) Problemaufriss und Meinungsstand	214
	2.) Stellungnahme	215
	a.) Vertragsfreiheit der Parteien als Ausgangspunkt	215
	b.) Kein Entgegenstehen individualschützender Normen im WpÜG	216

c.) Keine Disposition über § 22 Abs. 3 zulasten konkurrierender Bieter	217
3.) Ergebnis	219
III. Rücktrittsmöglichkeit bei nachträglichen Angebotsänderungen	219
1.) Problemstellung	219
2.) Analoge Anwendung von § 22 Abs. 3 WpÜG	220
3.) Ergebnis	223
F. Parallelerwerb im Rahmen von Bieterwettkämpfen	223
I. Haltung der BaFin und Problemaufriss	223
II. Stellungnahme	224
1.) Keine unmittelbare Anwendung von § 21 WpÜG auf Parallelerwerbe	224
2.) Keine analoge Anwendung von § 21 WpÜG insgesamt	226
3.) Analoge Anwendung von § 21 Abs. 5 und 6 WpÜG in Bieterwettkämpfen	227
4.) Zwischenergebnis	229
5.) Kein Rücktrittsrecht analog § 22 Abs. 3 WpÜG	229
III. Zusammenfassung und Reformvorschlag	231
G. Mehrfachänderungen und zeitliche Grenzen von Bieterwettkämpfen	232
I. Eingrenzung der Problematik und herrschende Meinung	232
II. Rechtsvergleichender Rundblick	234
III. Lösungsvorschläge zur Beendigung von Bieterwettkämpfen im WpÜG	235
1.) Vertretene Lösungsansätze	235
2.) Bewertung der Vorschläge	236
a.) Analoge Anwendung von § 21 Abs. 6 WpÜG	237
aa.) Bestehen einer planwidrigen Regelungslücke	237
bb.) Schutz- und Normzweck von § 21 Abs. 6 WpÜG	238
cc.) Keine vergleichbare Interessenlage der Zielgesellschaft	239
dd.) Folgenbetrachtung	241
b.) Synchronisierung der Veränderungssperren	242
aa.) Fehlende Begründung für Synchronisierung der Änderungssperren	242
bb.) Keine Gewährleistung von Chancengleichheit	243
c.) Beendigung von Bieterwettkämpfen durch die BaFin	245
aa.) Kein Missstand durch mehrfache Angebotsänderungen	245

bb.) Fehlende gesetzliche Grundlage für Vorschlag	248
cc.) Ergebnis	248
3.) Eigener Vorschlag de lege ferenda	249
a.) Formulierungsvorschlag	249
b.) Erläuterung und Praktikabilität des Vorschlags . . .	249
H. Zusammenfassung	251
4. Teil: Schluss	253
§ 12 Zusammenfassung der Ergebnisse	253
§ 13 Schlussbetrachtung und Reformvorschläge	260
Literaturverzeichnis	265
Weitere Quellen	279
Sachregister	285

Abkürzungsverzeichnis

a.	auch
a.A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AJP/PJA	Aktuelle juristische Praxis/Pratique Juridique Actuelle (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes
Allg.	allgemein
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
Begr.	Begründung
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz), SR 954.1 (Schweiz)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts, Amtliche Sammlung
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BKV	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BT	Bundestag
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	Bezüglich
CFL	Corporate Finance Law
City Code	City Code on Takeovers and Mergers (Vereinigtes Königreich)
Co.	Company
Colum.L.Rev.	Columbia Law Review
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DAV	Deutscher Anwaltsverein
DAX	Deutscher Aktienindex

DB	Der Betrieb
DM	Deutsche Mark
Del.	Delaware
Ders.	Derselbe
Dies.	Dieselben
Diss.	Dissertation
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ebd.	Ebenda
EG	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft/ Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
Erw.	Erwägung
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
e.V.	eingetragener Verein
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
Fn.	Fußnote
FK	Frankfurter Kommentar
FS	Festschrift
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
gem.	gemäß
ggf.	gegebenenfalls
ghP	gemeinsam handelnde Person(en)
GS	Gedenkschrift/Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv.L.Rev.	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
Hs.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.E.	im Ergebnis
Inc.	Incorporated
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von

i.V.m.	in Verbindung mit
J.Bus.	The Journal of Business
J.Fin.	The Journal of Finance
J.L.&Econ.	The Journal of Law & Economics
JLEO	Journal of Law, Economics and Organization
J.Pol.Econ.	Journal of Political Economy
jew.	Jeweils
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar
KOM	Kommission
L	Legislation/Législation/Gesetz
Lfg.	Ergänzungslieferung
lit.	Littera (lat.)
Ltd.	Limited
M&A	Mergers and Acquisitions
M&A Review	M&A REVIEW – führende Fachzeitschrift rund um Unternehmensübernahmen und Fusionen
MüKo	Münchener Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue juristische Wochenschrift
No.	number
Nr.	Nummer
NYT	New York Times
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
NZZ	Neue Züricher Zeitung
OLG	Oberlandesgericht
öÜbG	Übernahmegesetz (Österreich) = Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote sowie über Änderungen des Börsengesetzes und des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen
p./pp.	Pages(s) = Seite(n)
plc	Public limited company
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite/ Satz/ Siehe/section (=§)
sec.	Section (=§)
SEA	Securities and Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte (-e/-er/-es)
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts (Schweiz)

Stanf.L.Rev.	Stanford Law Review
SZW	Schweizer Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
Takeover Panel	Panel on Takeovers and Mergers (Vereinigtes Königreich)
Tex. Int'l L.J.	Texas International Law Journal
u. a.	unter anderem
Übernahme-RL	Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, Abl. EG Nr. 142 vom 30. April 2004, S. 12 (EU-Übernehmerichtlinie)
ÜbK	Übernahmekodex
UEK	Übernahmekommission (Schweiz)
UEV-UEK	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997, ersetzt durch die Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
U.S.	United States
usw.	und so weiter
u.U.	unter Umständen
Urt. v.	Urteil vom
UWG	Gesetz gegen unlauteren Wettbewerb
v.	vom/von/versus
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WM	Wertpapiermitteilungen (Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht)
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung; Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	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
WSJ	The Wallstreet Journal
Yale J. Reg.	Yale Journal on Regulation
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zugl.	zugleich
z.T.	zum Teil
zutr.	zutreffend

1. Teil

Grundlagen

§1 Einleitung

A. Problemstellung und Ziel der Arbeit

Eine der spektakulärsten Bieterschlachten der (amerikanischen) Unternehmensgeschichte ereignete sich im Rahmen der Übernahme des Tabak- und Nahrungsmittelkonzerns *RJR Nabisco, Inc.* durch die Private Equity Gesellschaft *Kohlberg, Kravis, Roberts & Company (KKR)* im Jahre 1988.¹ In Übersee ist die Beteiligung konkurrierender Bieter an Übernahmeverfahren keine Seltenheit.² Beispielhaft hierfür ist der sich vor kurzem abzeichnende Bieterwettkampf zwischen dem Finanzinvestor *Blackstone*, dem Milliardär *Carl Icahn* und dem Firmengründer *Michael Dell* um den PC-Hersteller *Dell*.³ Dagegen waren Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangebote (im Folgenden „Angebote“)⁴ konkurrierender Bieter in Deutschland bislang eine Ausnahme.⁵ Möglich erschien zuletzt jedoch ein neuer Bieterwettkampf um die *Kabel Deutschland Holding AG*, nachdem sowohl die *Vodafone Group Plc* als auch die *Liberty*

¹ Neben *KKR* waren als weitere Bieter noch eine Investmentgruppe um den CEO von *RJR, F. Ross Johnson*, sowie eine Gruppe, die von *First Boston* angeführt wurde, beteiligt. Siehe zum Sachverhalt: NYT (Online) v. 02.12.1988: „History of the RJR Nabisco takeover.“ Der Bieterwettkampf wurde später in „*Barbarians at the gate*“ auch verfilmt.

² Siehe beispielhaft einige Fälle bei *Lipuscek*, (2005), S. 47–50 im Zusammenhang mit *lock ups*.

³ The WSJ (Online-Ausgabe) v. 25.03.2013: „Blackstone Ups Heat on Dell“. *Blackstone* hat aber inzwischen seinen Rückzug angekündigt.

⁴ Ist in der Arbeit von „Angeboten“ die Rede, sind damit i.d.R. „Übernahmeangebote“ gemeint. Auf bestehende Unterschiede bei einfachen Erwerbsangeboten und Pflichtangeboten wird ggf. hingewiesen.

⁵ Zuletzt war jedoch die *Deutsche Börse AG* am Bieterwettkampf um die *NYSE Euronext* beteiligt. Zur gemeinsamen Gegenofferte der Technologiebörse *NASDAQ OMX* und der Rohstoffbörse *Intercontinental Exchange (ICE)*, mit der die Fusionspläne zwischen der *NYSE* und der *Deutschen Börse AG* verhindert werden sollten, siehe *Nasdaq-Press Release* vom 01.04.2011 unter: www.nasdaq.com/includes/Final_Press_Release_for_705am_post.pdf. Die *NASDAQ OMX* zog allerdings ihre Offerte nach kartellrechtlichen Bedenken des US-Justizministeriums wieder zurück, siehe Office of Public Affairs, Department of Justice v. 16.05.2011: www.justice.gov/opa/pr/2011/May/11-at-622.html.

Global Plc einen vorläufigen Vorschlag für ein mögliches Angebot unterbreitet haben.⁶

Mehrere Gründe sprechen zudem dafür, dass Bieterwettkämpfe hierzulande in Zukunft eine größere Rolle spielen könnten. Zu nennen ist hier zum einen die konkurrenzfördernde Grundhaltung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG), die konkurrierenden Bieter verschiedene Anreize für eine Angebotsabgabe bietet. Darüber hinaus ist die Krise im Markt für öffentliche Übernahmen, die durch die Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 verursacht wurde, überwunden.⁷ Die Fremdfinanzierung von Übernahmen und Beteiligungskäufen wird zudem durch die von den wichtigsten Zentralbanken verfolgte Niedrigzinspolitik begünstigt. Die robuste konjunkturelle Lage in Deutschland, das zum Teil immer noch moderate Bewertungsniveau zahlreicher Börsenunternehmen und die Suche ausländischer Investoren nach qualitativ hochwertigen Anlagemöglichkeiten dürften ebenfalls dazu führen, dass der Markt für öffentliche Übernahmen wieder verstärkt in den Blickpunkt rücken wird. Damit steigt auch die Wahrscheinlichkeit konkurrierender Angebote. Überdies war in den vergangenen Jahren eine fortschreitende Entflechtung der „*Deutschland-AG*“ und damit einhergehend ein vermehrter Streubesitzanteil an börsennotierten Aktiengesellschaften zu beobachten.⁸ Das erhöht einerseits die Attraktivität des deutschen Marktes für Private Equity-Investoren und schafft andererseits ein günstiges Marktumfeld für Bieterwettkämpfe. Zuletzt zeigt auch die Erfahrung aus anderen Rechtsordnungen, dass sich mit der Zielgesellschaft nicht abgestimmte „feindliche“ Angebote am ehesten durch das Angebot eines „*weißen Ritters*“⁹ abwehren lassen – ein Befund, der die Bedeutung konkurrierender Angebote auch in Deutschland zukünftig erhöhen dürfte.¹⁰ Vor diesem Hintergrund untersucht die vorliegende Arbeit die Rechtsstellung konkurrierender Bieter in öffentlichen Angebotsverfahren nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.

Diese wird zuvorderst durch das WpÜG selbst bestimmt. Eine Definition des konkurrierenden Bieters findet sich dort zwar nicht, allerdings regelt zum einen § 22 WpÜG den Verfahrensablauf bei Abgabe eines „konkurrierenden Ange-

⁶ Siehe Ad-hoc-Mitteilung der *Kabel Deutschland AG* vom 12.06. bzw 17.06.2013. Abrufbar unter www.dgap.de/dgap/Companies/?companyId=361578. Am 24.06.2013 veröffentlichte die *Vodafone Vierte Beteiligungsgesellschaft mbH* ihre Angebotsentscheidung nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG, siehe www.dgap.de/dgap/News/wpueg/uebernahmeangebot-zielgesellschaft-kabel-deutschland-holding-ag/?companyId=382731&newsID=760707.

⁷ *Schiessl*, in: GS Winter, (2011), S. 570. Vgl. auch: *Thaeter*, in: *Thaeter/Abbas*, WpÜG, (2012), Einl. Rn. 3.

⁸ *Hirte/Heinrich*, in: KK, WpÜG, (2010), Einl. Rn. 1, zur *Deutschland-AG*, a.a.O. Fn. 1.

⁹ Ein „*weißer Ritter*“ ist ein konkurrierender Bieter, der durch die Abgabe eines Angebots den Erfolg des ursprünglichen Bieters verhindern soll und dabei in Absprache mit dem Management der Zielgesellschaft agiert, siehe *Weimar/Breuer*, BB 1991, S. 2319 m.w.N.; *Schuster*, (2003), S. 295 Fn. 1686.

¹⁰ *Schiessl*, in: GS Winter, (2011), S. 581.

bots“ durch einen „Dritten“ und zum anderen bestimmt § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 2 WpÜG, dass Vorstand und Aufsichtsrat die Suche nach einem „weißen Ritter“ gestattet ist. Darüber hinaus begünstigen weitere Vorschriften die Ausgangsposition konkurrierender Bieter zumindest mittelbar.¹¹ Dessen Rechtsstellung wird daneben auch durch die verschiedenen Berührungspunkte mit weiteren Gesetzen, etwa dem Aktien- und dem Insiderrecht, beeinflusst.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, die rechtliche Stellung konkurrierender Bieter in öffentlichen Angebotsverfahren und die in diesem Zusammenhang auftretenden Rechtsfragen umfassend zu untersuchen. Hierfür ist unter anderem zu klären, wer als konkurrierender Bieter in Frage kommt und welche Pflichten diesem obliegen. Rechtlich problematisch ist daneben auch der Verfahrensablauf eines Bieterwettbewerbs, dem sich die Arbeit schwerpunktmäßig widmet. Hierbei werden offene Fragen, die sich in den wenigen Bieterwettkämpfen unter dem Regelungsregime des WpÜG gezeigt haben, näher untersucht. Zur Beseitigung vorhandener Regelungslücken wird am Ende der Arbeit ein Reformvorschlag für § 22 WpÜG unterbreitet. Da das WpÜG zahlreiche strukturelle Ähnlichkeiten zum Übernahmerecht der Schweiz aufweist und der britische City Code Vorbildfunktion für den WpÜG-Gesetzgeber hatte, wird an verschiedenen Stellen auch der Regelungsrahmen dieser Rechtsordnungen sowie das wichtige amerikanische Übernahmerecht rechtsvergleichend in die Untersuchung einbezogen.

B. Mögliche Konkurrenzszenarien

Nachfolgend werden zunächst mögliche Konkurrenzszenarien,¹² die im Rahmen der Untersuchung eine Rolle spielen werden, im Überblick beschrieben. Die Ausgangsposition konkurrierender Bieter lässt sich nach verschiedenen Kriterien unterscheiden.

Das erste Unterscheidungsmerkmal betrifft die Rolle des konkurrierenden Bieters aus Sicht der Zielgesellschaft. Drei Konstellationen sind hier denkbar:¹³ zum einen kann ein Erstbieter ein „feindliches“ Angebot unterbreiten, woraufhin der Vorstand der Zielgesellschaft den konkurrierenden Bieter als „weißen Ritter“ zu gewinnen versucht.¹⁴ Im umgekehrten Fall plant ein Erstbieter ein „freundliches“ Angebot in Abstimmung mit der Zielgesellschaft, welches der konkurrierende Bieter durch die Veröffentlichung seines Angebots verhindern

¹¹ Siehe *Lipuscek*, (2005), S. 74 ff.

¹² Siehe dazu auch *Bachmann*, in: Mülbart/Kiem/Wittig, (2011), S. 192 sowie *Bilek*, (2011), S. 7.

¹³ Vgl. *Bachmann*, in: Mülbart/Kiem/Wittig, (2011), S. 192 sowie *Bilek*, (2011), S. 7.

¹⁴ *Schiessl*, in: GS Winter, (2011), S. 570; *Bachmann*, in: Mülbart/Kiem/Wittig, (2011), S. 192; *Bilek*, (2011), S. 7.

möchte.¹⁵ Zuletzt werden unter Umständen weder der ursprüngliche noch der konkurrierende Bieter von der Zielgesellschaft unterstützt.¹⁶ Obwohl es sich bei der Unterscheidung „freundlich“ oder „feindlich“ um kein rechtliches Abgrenzungsmerkmal handelt, wird der weitere Fortgang zeigen, dass die Haltung der Zielgesellschaft gegenüber einem konkurrierenden Bieter sehr unterschiedliche Auswirkungen auf dessen rechtliche und taktische Stellung im Bieterwettkampf haben kann.

Ein zweites Unterscheidungskriterium ist der wirtschaftliche Hintergrund eines Konkurrenzbieters. Es kann sich zum einen um einen strategischen Investor handeln, zum Beispiel einen Konkurrenten der Zielgesellschaft oder des Erstbieters. Dieser wird entweder nach Offenlegung der Angebotsentscheidung des Erstbieters als „weißer Ritter“ von der Zielgesellschaft angesprochen oder er ist aus strategischen Gründen selbst zum Einstieg in einen Bieterwettkampf gezwungen.¹⁷ Zum anderen kann es sich beim konkurrierenden Bieter auch um einen Finanzinvestor handeln. Private Equity-Fonds können im Wege eines konkurrierenden Angebots versuchen, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen, um so ihr Geschäftsmodell (sog. „Hands on-Management“¹⁸) durchsetzen zu können. Das Ziel eines Finanzinvestors kann aber auch darin bestehen, einen Erstbieter zur Nachbesserung seines Angebots zu zwingen oder sich erworbene Aktien später teuer abkaufen zu lassen. Die Unterscheidung nach dem wirtschaftlichen Hintergrund eines konkurrierenden Bieters kann mitunter von Bedeutung sein, so etwa bei der Weitergabe von Informationen durch die Zielgesellschaft oder aber bei der Frage der Rechtfertigung von gewährten Vorteilen an Organmitglieder des Zielunternehmens.¹⁹

Zuletzt kann ein konkurrierender Bieter auch aus dem Lager der Zielgesellschaft selbst stammen. Dies ist entweder der Fall, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft im Rahmen eines *Management Buyouts* (MBO) als Bieter auftritt oder die Zielgesellschaft während eines laufenden Angebotsverfahrens selbst ein öffentliches Rückerwerbsangebot abgibt. Während sich beim MBO vor allem die Frage stellt, ob das konkurrierende Angebot des Gesamtvorstands oder seiner einzelnen Mitgliedern von der in § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 2 WpÜG statuierten Ausnahme vom Verhinderungsverbot umfasst ist,²⁰ ist im Rahmen eines öffent-

¹⁵ *Bachmann*, in: Mülbert/Kiem/Wittig, (2011), S. 192; *Bilek*, (2011), S. 7. In diesem Fall spricht man auch von einem sogenannten „Black Knight“, vgl. *Schnorbus*, ZHR 166 (2002), S. 113.

¹⁶ *Bachmann*, in: Mülbert/Kiem/Wittig, (2011), S. 192; *Bilek*, (2011), S. 7.

¹⁷ Ähnlich *Schiessl*, in: GS Winter, (2011), S. 570 für den Fall eines Wettbewerbers.

¹⁸ Zum Geschäftsmodell von Private Equity, vgl. *BKV*, (2005), S. 5–11.

¹⁹ Siehe dazu näher in § 8 C. III.

²⁰ Siehe dazu u. a. *Schlitt/Ries*, in: MüKo, WpÜG, (2011), § 33 Rn. 153; *Hirte*, in: KK, WpÜG, (2010), § 33 Rn. 75 sowie § 5 D. IV.

lichen Rückerwerbsangebots zu untersuchen, ob die Zielgesellschaft „Dritter“ im Sinne des § 22 Abs. 1 WpÜG sein kann.²¹

C. Fortgang der Arbeit

Die Arbeit schildert im weiteren Verlauf zunächst die bisherigen Verfahren mit Beteiligung konkurrierender Bieter in Deutschland und stellt diese Bieterwettkämpfen in anderen Ländern gegenüber (§ 2). § 3 skizziert den normativen Rahmen konkurrierender Angebote im WpÜG sowie in weiteren Rechtsordnungen. Der Austausch ineffizienter Managementteams einer Zielgesellschaft zählt zu den bedeutendsten Erklärungsansätzen für Übernahmeangebote.²² Die *Chicago School* in den USA kritisiert deswegen preistreibende Bieterwettkämpfe wegen ihrer vermeintlich nachteiligen Folgen für den Unternehmenskontrollmarkt. § 4 untersucht daher eingehend die ökonomischen Folgen konkurrenzfördernder Übernahmeregeln. Der zweite Teil der Arbeit beginnt mit § 5. Hier wird zunächst anhand der Legaldefinition konkurrierender Angebote in § 22 Abs. 1 WpÜG näher definiert, wer konkurrierender Bieter sein kann und wer nicht. Im Zuge dessen wird auch das Problem möglicher Alternativangebote sowie öffentlicher Rückerwerbsangebote der Zielgesellschaft untersucht.

Die weiteren Kapitel widmen sich umfassend der Rechtsstellung des konkurrierenden Bieters im deutschen Recht. Dabei wirft schon die Angebotsvorbereitung die Frage nach dessen Verhaltenspflichten auf. Hier wird zunächst zu prüfen sein, ob das Geschäftsführungsorgan eines konkurrierenden Bieters im Rahmen seiner Entscheidungsfindung stets eine Due Diligence-Prüfung durchzuführen hat. Dies ist Gegenstand der Untersuchung in § 6. Daran schließt sich in § 7 die immer noch umstrittene Frage an, ob konkurrierende Bieter einen (informationellen) Gleichbehandlungsanspruch gegenüber der Zielgesellschaft haben, wenn ihnen eine Due Diligence von der Zielgesellschaft verweigert wird. Die weiteren Verhaltenspflichten- und verbote, die sich aus dem WpÜG für konkurrierende Bieter in der Planungs- und Angebotsphase ergeben, werden in § 8 näher betrachtet. Auch das Insiderrecht spielt aus Sicht konkurrierender Bieter eine tragende Rolle, da sich seine Verbotstatbestände und die Ad-hoc-Publizitätspflicht auf die Angebotsplanungen und den Angebotserfolg auswirken können. Im Zuge der Untersuchung in § 9 findet auch die jüngste Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) zur insiderrechtlichen Behandlung „gestreckter Sachverhalte“ Berücksichtigung. § 10 betrachtet die Zulässigkeit unterschiedlicher Transaktionsvereinbarungen, durch die ein feindlicher Bieter vom Auktionszutritt abgehalten oder einem „weißer Ritter“ der Eintritt in einen Bieterwettstreit erleichtert werden sollen. Der dritte Teil bildet den

²¹ Siehe dazu § 5 D. III. 2.).

²² Siehe dazu *Manne*, 73 J.Pol.Econ., pp. 110–120, (1965).

Kern der Arbeit. In §11 geht es um die Rechtsstellung des konkurrierenden Bieters während des Bieterwettkampfs und die dabei auftretenden Verfahrensfragen und Handlungsmöglichkeiten. Der Schlussteil enthält eine Zusammenfassung der Ergebnisse (§12). In §13 wird ein Reformvorschlag unterbreitet und eine Schlussbetrachtung angestellt.

§2 Auftreten konkurrierender Bieter

A. Bisherige Fälle in Deutschland

Angebote konkurrierender Bieter für börsennotierte Zielgesellschaften waren in Deutschland bislang die Ausnahme. Für den Zeitraum vor Einführung des WpÜG ist lediglich ein Fall bekannt. Auch nach dessen Inkrafttreten im Jahre 2002 blieben Bieterwettkämpfe zunächst aus. Dies änderte sich jedoch in den Jahren 2006 und 2007, als gleich bei drei Angebotsverfahren mehrere Bieter in Angebotsverfahren mitwirkten.

I. Jagenberg AG

Noch unter dem Übernahmekodex²³ kam es im Verfahren für die *Jagenberg AG* aus *Neuss* zum ersten Angebot eines konkurrierenden Bieters für ein börsennotiertes Unternehmen.²⁴ Die Besonderheit dieses Falles bestand darin, dass es sich bei der Erstbieterin, der *Rheinmetall Maschinenbau GmbH (Rheinmetall)*, um die Muttergesellschaft der Zielgesellschaft handelte. *Rheinmetall*, die 86,4% der Stammaktien der *Jagenberg AG* besaß, machte am 14.12.2000 ein Übernahmeangebot in Höhe von 2,30 € je Vorzugsaktie.²⁵ Daraufhin veröffentlichte die Beteiligungsgesellschaft *Deutsche Balaton AG*, die 10,3% der Vorzugsaktien der *Jagenberg AG* hielt, ein öffentliches Angebot in Höhe von 2,50 € je Aktie. Da das *Rheinmetall*-Angebot für den Fall eines besseren Angebots eines Dritten ein Rücktrittsrecht der Aktionäre vorsah, setzte sich am Ende die konkurrierende Bieterin durch, die ihre Beteiligung um 22,5% aufstocken konnte.²⁶

II. Techem AG

Nach Verabschiedung des WpÜG folgte im Rahmen des Angebotsverfahrens für die *Techem AG* ein konkurrierendes Angebot mit anschließendem Bieter-

²³ Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen. Siehe dazu sogleich unter §3 B.

²⁴ Zum Sachverhalt, siehe *Schnorbus*, ZHR 166 (2002), S. 114, Fn. 163.

²⁵ *Schnorbus*, ZHR 166 (2002), S. 114, Fn. 163.

²⁶ *Schnorbus*, ZHR 166 (2002), S. 114, Fn. 163.

wettkampf.²⁷ Am 16.11.2006 veröffentlichte zunächst die *MEIF II Energie Beteiligungen GmbH & Co. KG (MEIF II)*, eine Beteiligungsgesellschaft, hinter der die australische *Macquarie Gruppe* stand, ein freiwilliges Übernahmeangebot zu einem Preis von 44€ je Aktie.²⁸ Der Vorstand der *Techem AG* gewann daraufhin die *Heat Beteiligungs GmbH III (Heat)*, eine Tochtergesellschaft der Private Equity-Gesellschaft *BC Partners*, als „weißen Ritter“.²⁹ Die *Heat* machte den Aktionären der *Techem AG* am 14.12.2006 ein konkurrierendes Angebot in Höhe von 52€ je Aktie.³⁰ Durch einen Parallelerwerb zu 55€ sowie einen Bedingungsverzicht versuchte die *MEIF II* das Angebot der *Heat* zu überbieten, am Ende scheiterten allerdings beide Angebote daran, dass die in den jeweiligen Angebotsunterlagen vorgesehenen Mindestakzeptanzschwellen nicht erreicht wurden.³¹

III. REpower Systems AG

Im Frühjahr 2007 folgte der nächste Bieterwettstreit. Zunächst gab hier die *Société des Participations du Commissariat à l'Énergie Atomique (AREVA)* ihr freiwilliges Übernahmeangebot über 105€ für die *REpower Systems AG* bekannt.³² Daraufhin machte die *Suzlon Windenergie GmbH* als konkurrierende Bieterin ein öffentliches Angebot mit einer Gegenleistung von 126€ je Aktie. Im weiteren Verlauf tätigten beide Bieter Parallelerwerbe zu 140€ beziehungsweise 150€, so dass sich die zu zahlende Gegenleistung nach § 31 Abs. 4 WpÜG automatisch erhöhte.³³ Anschließend verzichtete *AREVA* auf die im ursprünglichen Angebot vorgesehene Mindestakzeptanzschwelle. Der Bieterwettkampf endete damit, dass sich *AREVA* und die *Suzlon Windenergie GmbH* während des Übernahmeverfahrens zusammenschlossen, wodurch beide zu gemeinsam handelnden Personen des jeweils anderen Bieters wurden.³⁴ Dadurch wurde der endgültige Angebotspreis der Übernahme gemäß § 31 Abs. 5 WpÜG auf 150€ fixiert.³⁵

²⁷ Siehe zum Sachverhalt: BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 191 f. Die Angebotsunterlagen sind abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Liste/WPUeG/li_angebotsunterlagen_wpueg_14.html.

²⁸ BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 191.

²⁹ Siehe die entsprechenden Ausführungen auf Seite 21 der Angebotsunterlage der *Heat* v. 14.12.2006.

³⁰ BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 191.

³¹ *Strunk/Salomon/Holst*, in: Veil, (2009), S. 14, 18; BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 192. Nachdem die BaFin eine Befreiung von der Sperrfrist nach § 26 Abs. 2 WpÜG erteilte, machte *MEIF II* im November 2007 ein zweites, erfolgreiches Übernahmeangebot für die *Techem AG* zu 60 €, siehe BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 192.

³² Zusammenfassend BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 192.

³³ BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 192.

³⁴ BaFin-Jahresbericht, 2007, S. 192.

³⁵ *Strunk/Salomon/Holst*, in: Veil, (2009), S. 20.

IV. Schering AG und Rhön-Klinikum AG sowie weitere Fälle

Spektakulär war auch die Übernahme des Pharmaherstellers *Schering* durch die Leverkusener *Bayer AG (Bayer)* im Frühjahr 2006. Bei dem Berliner Unternehmen handelte es sich immerhin um einen DAX 30-Konzern mit einem Börsenwert von knapp 13 Milliarden Euro.³⁶ Zunächst gab hier das Darmstädter Pharma- und Spezialchemieunternehmen *Merck KGaA (Merck)* über eine 100%ige Tochtergesellschaft, die *Merck Vierte Beteiligungsgesellschaft mbH*, am 13.3.2006 die Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots bekannt und kündigte gleichzeitig als Gegenleistung eine Barzahlung von 77€ je *Schering*-Aktie an.³⁷ Der Vorstand der *Schering AG* lehnte das angekündigte Angebot als „unerwünscht“ und „nicht attraktiv“ ab³⁸ und versuchte daraufhin *Bayer* als „weißen Ritter“ zu gewinnen.³⁹ Das am 23.3.2006 durch die Tochtergesellschaft *Dritte BV GmbH* angekündigte Übernahmeangebot der *Bayer AG* lag bei 86€ je Aktie.⁴⁰ *Merck* war daraufhin nicht bereit sein Angebot nachzubessern und zog sich aus dem Bieterwettkampf zurück.⁴¹ *Bayer* trat hier zwar in Konkurrenz zu *Merck*, war jedoch keine konkurrierende Bieterin im Sinne des WpÜG, denn *Merck* hatte zwar zunächst seine Angebotsentscheidung, aber noch keine Angebotsunterlage veröffentlicht.⁴² Voraussetzung für ein konkurrierendes Angebot im Sinne von §22 Abs. 1 WpÜG ist jedoch, dass das Angebot des Dritten während der Annahmefrist eines Angebots erfolgt.⁴³

Oftmals wird auch das Ringen um die *Rhön-Klinikum AG (Rhön)* im Jahre 2012 als Bieterwettkampf bezeichnet. Legt man die Maßstäbe des §22 WpÜG zugrunde, trifft diese Bezeichnung jedoch nicht zu. So hatte zwar die *Fresenius SE & Co. KGaA (Fresenius)* den *Rhön*-Aktionären ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreitet.⁴⁴ Dieses Angebot scheiterte jedoch nicht infolge eines konkurrierenden Angebots i.S.d. §22 Abs. 1 WpÜG, sondern weil die Konkurrentin, die *Asklepios Kliniken GmbH*, ihren Anteil an der Zielgesellschaft durch Aktienerwerbe während der Annahmefrist des Übernahmeangebots auf 5,01% aufstockte⁴⁵ und dadurch die im *Fresenius*-Angebot enthaltene Mindestannahmequote von 90% endgültig nicht erreicht wurde.

³⁶ Siehe FAZ (Online-Ausgabe) v. 13.03.2006, „Schering lehnt Übernahmeangebot von Merck ab“.

³⁷ Siehe Veröffentlichung *Merck* gem. §§ 10, 29, 34 WpÜG v. 13.03.2006; BaFin Jahresbericht, 2006, S. 182.

³⁸ Vgl. Interview (*Erlen*), FAZ v. 13.03.2006, Nr. 61, S. 15.

³⁹ Vgl. Angebotsunterlage *Dritte BV GmbH* v. 12.04.2006, S. 37.

⁴⁰ Vgl. Veröffentlichung *Dritte BV GmbH* gem. §§ 10, 29, 34 WpÜG v. 23.03.2006.

⁴¹ Siehe FAZ (Online-Ausgabe) v. 24.03.2006, „Merck bleibt milliardenschwerer Trostpreis.“ Am 29.03.2006 wurde das Angebot daraufhin von der BaFin untersagt, siehe BaFin-Jahresbericht, 2006, S. 183.

⁴² Vgl. *Schiessl*, in: GS Winter, (2011), S. 570, 571.

⁴³ Vgl. *Bachmann*, in: Mülbart/Kiem/Wittig, (2011), S. 192.

⁴⁴ Siehe dazu <http://www.fresenius.de/4047.htm>.

⁴⁵ Siehe www.dgap.de/dgap/News/corporate/asklepios-anteile-rhoen-klinikum-ueber

Ein konkurrierender Bieter trat im Jahre 2012 allerdings im Angebotsverfahren für die *Allerthal-Werke Aktiengesellschaft* auf. Nachdem dort zunächst die *Scherzer & Co. Aktiengesellschaft* ein öffentliches Übernahmeangebot an alle Aktionäre der Zielgesellschaft veröffentlicht hatte, machte die *Deutsche Balaton Aktiengesellschaft* noch vor Ablauf der Annahmefrist ein Erwerbsangebot in Form eines Teilangebots. Dieses Angebot scheitert jedoch daran, dass die Hauptversammlung der Zielgesellschaft eine Dividendenausschüttung beschloss und dadurch eine Vollzugsbedingung im Angebot der *Deutschen Balaton Aktiengesellschaft* endgültig ausfiel.

Ob sich aus dem Ringen um die *Kabel Deutschland AG* ein Bieterwettkampf entwickeln würde, war zunächst noch offen. Eine Angebotsentscheidung von *Liberty Global Plc* blieb jedoch endgültig aus, nachdem der angekündigte Angebotspreis von *Vodafone* über dem von *Liberty Global Plc* lag.⁴⁶

B. Vergleich mit anderen Rechtsordnungen

Angebote konkurrierender Bieter sind in anderen europäischen Ländern, ebenso wie in den USA, stärker verbreitet. Dies zeigen die Beispiele Schweiz und Großbritannien.

I. Schweiz

In der Schweiz fanden bislang vierzehn Bieterwettkämpfe statt. Gleich drei Konkurrenten boten bei der Übernahme des Unternehmens *La Suisse* im Jahre 1988.⁴⁷ Im Jahre 1995 führte das Übernahmeangebot des U.S.-Unternehmens *International Paper* für die Basler *Holvis AG* zu einem Bieterwettkampf.⁴⁸ Die als „weißer Ritter“ agierende *BBA Group Plc* veröffentlichte ein höheres konkurrierendes Angebot, dessen Erfolg durch eine mit dem Verwaltungsrat der *Holvis AG* ausgehandelte *Lock Up*-Vereinbarung über die Vliesstoffsparte der Zielgesellschaft abgesichert wurde.⁴⁹ Seit dem Inkrafttreten der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Börsengesetz⁵⁰ von 1998 kam es zwischen den Jahren 2000 bis 2008 zu zehn Verfahren mit Beteiligung konkurrierende Bi-

schreiten-drei-und-fuenf-prozentschwelle-langfristig-orientiertes-familienunternehmen-will-gestaltungsmoeglichkeiten-offen-halten/?newsID=723470.

⁴⁶ Siehe <http://www.n-tv.de/wirtschaft/Liberty-will-Kabel-Deutschland-nicht-article11003271.html>.

⁴⁷ Siehe dazu *Bilek*, (2011), S. 23, 24 m.w.N.

⁴⁸ Siehe die zahlreichen Nachweise aus der Printberichterstattung bei *Bilek*, (2011), S. 24 Fn. 96.

⁴⁹ Ausführlich dazu *Bilek*, (2011), S. 25, 26.

⁵⁰ Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, der Teil betreffend öffentlicher Kaufangebote trat zusammen mit der Übernahmeverordnung am 1. Januar 1998 in Kraft, siehe *Bilek*, (2011), S. 39, 40.

ter.⁵¹ Hervorzuheben ist der Fall *Intersport PSC Holding AG* im Jahre 2000.⁵² Hier hatte die Schweizer Übernahmekommission über einen Anspruch der Konkurrenzbieterin, der *Stanford Trust Limited*, auf Einsichtnahme in Unternehmensunterlagen zum Zwecke einer Due Diligence-Prüfung gestützt auf das übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgebot zu entscheiden.⁵³ In den Fällen *Axantis Holding AG* (2000), *Sopafin SA* (2001/2002), *Centerpulse AG* (2003), *Saia-Burgess Electronics Holding AG* (2005), *Bank Linth* (2006/2007), *SIG Holding AG* (2006/2007) und *sia Abrasives Holding AG* (2008) wurde das Erstgebot vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft stets als „unfreundlich“ abgelehnt und letztlich konnte der „weißer Ritter“ durch ein höheres Konkurrenzangebot den Bieterwettkampf jeweils für sich entscheiden.⁵⁴ Anders war dies nur bei der Übernahme der *Leica Geosystems Holding AG* im Jahre 2005. Auf das Angebot der schwedischen *Hexagon AB* folgte ein freundliches Angebot durch die konkurrierende Bieterin, die dänische *Edelweiss Holding ApS*. Die Erstbieterin erhöhte aber nach Durchführung einer Due Diligence ihr Angebot und gewann so den Bieterwettstreit.⁵⁵ Nach einigen Jahren ohne konkurrierende Angebote, kam es zuletzt sowohl im Angebotsverfahren für die *Victoria-Jungfrau Collection AG* (2013) als auch im Angebotsverfahren für die *Publigruppe S.A.* (2014) zu einem Bieterwettkampf.

II. Großbritannien

In Großbritannien unterliegen Übernahmeangebote seit seiner Verabschiedung durch das *Panel on Takeovers and Mergers* im Jahre 1968 dem *City Code on Takeovers and Mergers* („City Code“)⁵⁶. Die *Annual Reports* des *Takeover Panel* geben Auskunft über die zahlreichen Angebote konkurrierender Bieter seit Inkrafttreten des Regelwerks.⁵⁷

Bereits in den achtziger Jahren sorgte der Bieterwettstreit zwischen der *Allianz Versicherungs-AG* und *BAT Industries Plc* um die *Eagle Star Holdings Plc* für Aufsehen, da es sich hier um den ersten Fall handelte, bei dem zwei Bieter in

⁵¹ Siehe dazu unter der Transaktionseigenschaft „Konkurrierende Angebote“ auf der Homepage der Übernahmekommission www.takeover.ch/transactions/list/. Zu den übrigen Fällen, siehe ebenso a.a.O.

⁵² Zum Sachverhalt UEK, Empfehlung 0067/07 – Intersport PSC Holding AG v. 28.9.2000.

⁵³ Siehe UEK, Verfügung der Übernahmekammer d.EBK, 0067- Intersport PSC Holding AG v. 19.9.2000.

⁵⁴ Siehe zu den jeweiligen Sachverhalten *Bilek*, (2011), S. 28 ff. jeweils m.w.N.

⁵⁵ Siehe hierzu *Bilek*, (2011), S. 32, 33 m.w.N.

⁵⁶ Abrufbar unter www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf.

⁵⁷ Im Einzelnen weisen die Berichte folgende Zahlen aus, bezogen jeweils auf den 31.3. des genannten Jahres: 1970: 31 Fälle von „one or more rival offers“; 1971: 36; 1972: 44; 1973: 31; 1974: 21; 1975: 5; 1976: 3; 1977: 11; 1978: 16; 1979: 14; 1980: 3; 1981: 12; 1982: 13; 1983: 8; 1984: 8; 1985: 15; 1986: 11; 1987: 15. Für die Folgejahre werden vergleichbare Angaben nicht mehr gemacht. Siehe im Einzelnen: *The Panel on Takeovers and Mergers*, Annual Reports, abrufbar unter www.thetakeoverpanel.org.uk/statements/reports.

Sachregister

- Aktionärsinteressen 19, 42, 69, 84, 89, 95, 159, 166, 172, 240
- Alongside*-Geschäfte 150
- Alternativangebote 48f.
- Angebotsentscheidung 8f., 70f., 75–77, 101–109, 145–147, 151–156, 158, 179f., 190–198
- Angebotserhöhung 190, 200, 204, 224, 225, 226, 228, 230, 231, 247, 251
- Angebotsverbesserung 15, 25, 109, 154, 189, 231, 244
- Auktionen 16, 29, 34, 44, 47, 148, 240
- Bieterwettkampf 1, 7–9, 190f., 245–248, 256, 261f.
- Bleibepremien* 115f., 118, 256
- Board recommendation*-Vereinbarungen – *Board recommendation*-Klauseln 183
- break fee* 33, 162–182
- break fee*-Vereinbarung 33, 165f., 172f., 177–181
- Chicago School of Law and Economics* 29, 253
- City Code* 10–13, 25–28, 80–85, 253, 255
- deal protection* 161, 259
- Entscheidungsfreiheit 88, 90–93, 200–202, 206f., 209f., 212f., 217–219
- Erwerbs- oder Übernahmeangebot 171, 257
- faktische Verteilungswirkung 180
- fiduciary out*-Klauseln 185
- Fristangleichung 14f., 190f., 196–213, 219, 221, 232
- Funktioneller Zusammenhang 175
- geldwerte Vorteile 110, 115, 256
- Geldzahlung 110
- gemeinsam handelnden Personen 50–52
- gestreckten Sachverhalten 132–134, 136, 152, 156
- Gleichbehandlungsgebot 79, 81–83, 85f., 88–94
- Gleiche Aktiengattung 46
- hedging* 31, 254
- Informationskosten 22f., 27, 29, 42
- Konkurrenzfördernder Regelungsrahmen 23
- konkurrierender Bieter 1–6, 9f., 12f., 25–29, 35f., 42f., 62–64, 75, 77–81, 91–94, 121, 125, 127f., 149f., 150, 155, 197f., 205, 215, 217, 222, 238, 240, 245f., 251, 253–255, 259f.
- künftige Zwischenschritte 134f., 160, 257
- Leitungsbefugnis 70, 100, 102, 184, 186, 187, 188, 259
- Managementbeteiligungen 65, 111f., 118f., 256, 271
- Management Buyouts* 4, 63
- Markt für Unternehmenskontrolle 29, 35, 38, 41, 274
- Merck* 8, 17, 32, 281f.

- Mindestannahmefrist 21, 23, 26–28, 198 f., 202, 210, 220, 253, 261
 Missstand 99, 123–128, 245, 247 f.
- Neutralitätspflicht 18, 80, 84 f., 89, 268, 272
no talk-Vereinbarung 183, 186 f.
- öffentliche Übernahmen 2, 275
 ökonomischen Kritik 29
- Panel on Takeovers and Mergers* 10 f., 280
 Parallelerwerb 7, 204, 211, 223–231
- Rechtsvergleichende Auslegung 83
REpower Systems AG 7, 198, 223
Revlon-Mode 80, 86
 Rückerwerbsangebote 54, 56–63
- Schering* 8, 17 f., 32, 282
sunk cost-Problematik 30 f., 33
- Techem* 6 f., 19, 164, 168, 190, 198, 205, 208–210, 213, 219, 220, 223
 Transaktionskosten 22, 42
 Transaktionsvereinbarungen 5, 34, 159, 161, 183, 258
trigger events 162
- Übernahmekodex 13–15, 23, 79, 86 f.
 Übernahmekommission 10, 13, 23, 47, 79, 81 f., 98, 234, 281
unocal test 80
- Verhinderungsverbot 14, 18, 89–91, 140, 147, 179, 182, 185, 187, 213, 218, 247
 Versteigerungssituation 16, 23, 42, 62, 193, 217, 221
 Verwendungsverbot 144, 148 f., 161, 257
 Voraberbwerb 32–34, 145–148, 153, 254
- Warehousing 143
weißer Ritter 2, 19, 64, 75, 80, 147 f., 156, 164
 Weiterbeschäftigungszusagen 111, 114, 121, 256
 Weitergabeverbot 139, 148, 160
 Werbung 122–128
Williams Act 26–29, 34, 36
Windhundrennen 88