

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 Bucerus 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 Bucerus 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

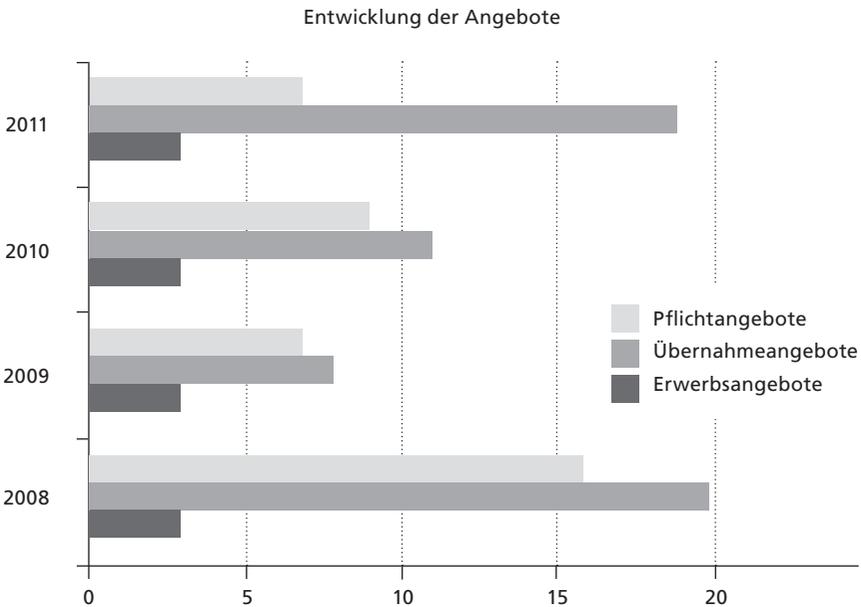
* Oliver Klepsch ist Regierungsdirektor, Hendrik Schmiady ist Regierungsrat, Dr. Heike von Buchwaldt ist Oberregierungsrätin bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Beitrag gibt die persönliche Auffassung der Autoren wieder.

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 Übernahmepraxis hervorbrachte und noch anhaltend hervorbringt, im Wesentlichen auf anderen Beweggründen.

2. Gestattungen/Untersagungen

In der Entwicklung der Übernahmepraxis 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 Übernahmevorhaben 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.