



Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider (Hrsg.)

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Kommentar

2. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, 2013, 1818 Seiten, gebunden Leinen, Kommentar, 16 x 24cm

ISBN 978-3-504-40069-9

249,00 €

§ 22

Konkurrierende Angebote

(1) Konkurrierende Angebote sind Angebote, die während der Annahmefrist eines Angebots von einem Dritten abgegeben werden.

(2) Läuft im Falle konkurrierender Angebote die Annahmefrist für das Angebot vor Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot ab, bestimmt sich der Ablauf der Annahmefrist für das Angebot nach dem Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot. Dies gilt auch, falls das konkurrierende Angebot geändert oder untersagt wird oder gegen Rechtsvorschriften verstößt.

(3) Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die das Angebot angenommen haben, können bis zum Ablauf der Annahmefrist vom Vertrag zurücktreten, sofern der Vertragsschluss vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebots erfolgte.

Inhaltsübersicht

| | | | |
|---|-----|---|-----|
| A. Überblick | 1 | IV. Mitteilungspflicht gemäß § 2 Nr. 9 WpÜG-AngVO. | 44 |
| I. Regelungsgegenstand | 1 | D. Rücktrittsrecht (§ 22 Abs. 3) | 47 |
| II. Zweck | 3 | I. Voraussetzungen | 48 |
| III. Entstehung | 7 | II. Rücktrittsrecht bei Änderungen ... | 52 |
| IV. EU-Übernehmerichtlinie | 9 | III. Ausübung des Rücktrittsrechts ... | 55 |
| V. Kritik | 10 | IV. Rechtsfolgen der Ausübung des Rücktrittsrechts | 62 |
| B. Begriff des konkurrierenden Angebots (§ 22 Abs. 1) | 12 | V. Mitteilungspflicht gemäß § 2 Nr. 11 WpÜG-AngVO. | 64 |
| I. Angebot | 13 | E. Weitere Aspekte konkurrierender Angebote | 67 |
| II. Eines Dritten | 17 | I. Vorbeugung gegen konkurrierende Angebote | 67 |
| 1. Verbundene Unternehmen und ge- meinsam handelnde Personen | 18 | 1. Vereinbarungen mit der Ziel- gesellschaft | 68 |
| 2. Zielgesellschaft | 23 | a) Exklusivität | 68 |
| III. Abgabe | 25 | b) <i>Break fees</i> | 74 |
| IV. Während der Annahmefrist | 27 | 2. Vereinbarungen mit Aktionären (<i>irrevocables</i>) | 89 |
| C. Synchronisierung der Annahme- fristen (§ 22 Abs. 2) | 30 | II. Due Diligence bei konkurrieren- den Angeboten | 94 |
| I. Allgemeines | 30 | F. Blick über die Grenze | 101 |
| II. Änderungen der Angebote | 34 | I. Vereinigtes Königreich | 101 |
| 1. Verlängerung der Annahmefristen . | 34 | II. Österreich | 106 |
| a) Änderung des konkurrierenden Angebots | 35 | III. Schweiz | 109 |
| b) Änderung des ursprünglichen Angebots | 36 | IV. Frankreich | 113 |
| 2. Mehrfachänderungen | 38 | | |
| 3. Parallel- und Nacherwerb | 40a | | |
| III. Untersagung oder Verstoß gegen Rechtsvorschriften | 41 | | |

Schrifttum: *Bachmann*, Vorstandspflichten bei freundlichen Übernahmeangeboten, in Mülb-
bert/Kiem/Wittig, 10 Jahre Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 2011, S. 191;
Bachmann, Konkurrierende Angebote, in Veil (Hrsg.), Übernahmerecht in Praxis und Wissen-
schaft, 2009, S. 109; *Banerjea*, Der Schutz von Übernahme- und Fusionsplänen – Überlegun-
gen zur Zulässigkeit und Gestaltung sog. Deal-Protection-Abreden, DB 2003, 1489; *Banerjea*,
Due Diligence beim Erwerb von Aktien über die Börse, ZIP 2003, 1730; *Bebchuk*, The Case
for Facilitating Competing Tender Offers, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982); *Bebchuk*, The Case
for Facilitating Competing Tender Offers, A Reply and Extension, 35 Stan. L. Rev. 23 (1982);
Becker, Verhaltenspflichten des Vorstands bei feindlichen Übernahmen, ZHR 163 (2001), 280;
Birkner (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht, Bd. I, 2012; *Böckmann/Kießling*, Möglichkeiten
der BaFin zur Beendigung von Übernahmeschlachten nach dem WpÜG, DB 2007, 1796; *Bran-
di/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung
von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642; *Bungert*, Pflichten des Managements bei der Ab-
wehr von Übernahmeangeboten nach US-amerikanischem Gesellschaftsrecht, AG 1994, 297;
Cramton/Schwartz, Using Auction Theory to Reform Takeover Regulation, 7 J.L. Econ. &
Org. 27 (1991); *DAV-Handelsrechtsausschuss*, Stellungnahme zum Referententwurf des
BMF, NZG 2001, 420; *Decher*, Rechtsfragen des grenzüberschreitenden Merger of Equals,
in FS Lutter, 2000, S. 1209; *Drygala*, Deal Protection in Verschmelzungs- und Unternehmens-
kaufverträgen – eine amerikanische Vertragsgestaltung auf dem Weg ins deutsche Recht, WM
2004, 1413 (Teil I) und 1457 (Teil II); *Easterbrook/Fischel*, The Proper Role of a Target's Ma-
nagement in Responding to a Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981); *von Falkenhausen*,
Gleichbehandlung der Bieter, in Veil (Hrsg.), Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft,
2009, S. 93; *Fleischer*, Konkurrenzangebote und Due Diligence, ZIP 2002, 651; *Fleischer*, Der
Zusammenschluss von Unternehmen im Aktienrecht, ZHR 172 (2008), 538; *Fleischer*, Zuläs-
sigkeit und Grenzen von Break-Fee-Vereinbarungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht, AG
2009, 345; *Fleischer/Körber*, Der Rückerwerb eigener Aktien und das Wertpapiererwerbs- und
Übernahmegesetz, BB 2001, 2589; *Fürhoff/Wölk*, Aktuelle Fragen zur Ad hoc-Publizität, WM
1997, 449; *Gilson*, Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense,
35 Stan. L. Rev. 51 (1982); *Guinomet*, Break-Fee-Vereinbarungen, 2003; *Hilgard*, Break-up Fees
beim Unternehmenskauf, DB 2008, 286; *Hirte*, Verteidigung gegen Übernahmeangebote und
Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, ZGR 2002, 623; *Hopt*, Aktionärskreis
und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534; *Hopt*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem
Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995), 135; *Hopt*, Übernahmen, Geheimhaltung und Inter-
essenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333; *Hopt*,
Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR
166 (2002), 382; *Kallmeyer*, Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigen-
kommission, ZHR 161 (1997), 435; *Kerber*, Die Übernahme und Veräußerung börsennotierter
Unternehmen in Frankreich, WM-Sonderbeil. 3/1988; *Klein/Stucki*, Öffentliche Übernahme-
angebote (OPA/OPE) in Frankreich, RIW 2001, 488; *Klemm/Reinhardt*, Verbesserungspoten-
tiale im deutschen Übernahmerecht, NZG 2007, 281; *Krause*, Die erweiterte Beteiligungs-
transparenz bei börsennotierten Aktiengesellschaften, AG 2011, 469; *Krieger*, Das neue
Übernahmegesetz: Preisfindung beim Übernahmeangebot und Neutralitätspflicht des Vor-
stands der Zielgesellschaft, in RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2001, S. 289; *Linker/Zinger*,
Rechte und Pflichten der Organe einer Aktiengesellschaft bei der Weitergabe vertraulicher
Unternehmensinformationen, NZG 2002, 497; *Lutter*, Due Diligence des Erwerbers beim
Kauf einer Beteiligung, ZIP 1997, 613; *Maier-Reimer*, Verhaltenspflichten des Vorstands der
Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001), 258; *K. Mertens*, Die Informa-
tion des Erwerbers einer wesentlichen Unternehmensbeteiligung an einer Aktiengesellschaft
durch deren Vorstand, AG 1997, 541; *Mülb-
bert/Birke*, Das übernahmerechtliche Behinderungs-
verbot, WM 2001, 705; *K.J. Müller*, Gestattung der Due Diligence durch den Vorstand der Akti-
engesellschaft, NJW 2000, 3452; *von Nussbaum*, Die Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft
eines Übernahmeangebots, 2003; *Oechsler*, Der RegE zum Wertpapiererwerbs- und Übernah-
megesetz – Regelungsbedarf auf der Zielgeraden, NZG 2001, 817; *Paul/Horan*, Deal Protection
in France, Germany, Italy, The Netherlands and the UK, European Lawyer, July/August
2002, S. 5; *Pöttsch/Möller*, Das künftige Übernahmerecht, WM-Sonderbeil. 2/2000; *Rieckers*,
Treuepflichten versus Vertragsfreiheit – Neues zur Wirksamkeit von Deal-Protection-Klau-
seln in der Rechtsprechung Delawares, RIW 2003, 668; *von Riegen*, Rechtsverbindliche Zusa-
gen zur Annahme von Übernahmeangeboten (sog. „irrevocable undertakings“), ZHR 167
(2003), 702; *Riehmer/Schröder*, Praktische Aspekte bei der Planung, Durchführung und Ab-

wicklung eines Übernahmeangebots, BB-Beil. 5/2001; *Romano*, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, in Hopt/Wymeersch (Hrsg.), *European Takeovers – Law and Practice*, 1992, S. 3; *Roschmann/Frey*, Geheimhaltungsverpflichtungen der Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften bei Unternehmenskäufen, AG 1996, 449; *Rothenfuß/Friese-Dormann/Rieger*, Rechtsprobleme konkurrierender Übernahmeangebote nach dem WpÜG, AG 2007, 137; *Saywell/Gamble*, The Break Fee – a useful negotiating tool, PLC 12/1999, 31; *Schäfer/Dreyling*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2002; *Schiessl*, Konkurrierende Angebote im Übernahmerecht, in *Liber amicorum für Martin Winter*, 2011, S. 569; *Schroeder*, Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs, 1994; *Schroeder*, Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten?, DB 1997, 2161; *Schüppen*, Übernahmegesetz ante portas! – Zum Regierungsentwurf eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, WpG 2001, 958; *Schwartz*, Search Theory and the Tender Offer Auction, 2 J.L. Econ. & Org. 229 (1986); *Seibt*, Verschmelzung einer AG auf eine AG zur Aufnahme, in *Seibt* (Hrsg.), *Becksches Formularhandbuch Mergers and Acquisitions*, 2. Aufl. 2011, S. 1543; *Seibt*, Übernahmerecht: Update 2010/2011, CFL 2011, 213; *Seibt/Wunsch*, Investorenvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, *Der Konzern* 2009, 195; *Sieger/Hasselbach*, Break Fee-Vereinbarungen bei Unternehmenskäufen, BB 2000, 625; *Stern*, United Kingdom, in *A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union*, 3. Aufl. 2001, S. 525 ff.; *Stoffels*, Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer „Due Diligence“, ZHR 165 (2001), 362; *Ströhmman*, Corporate Lockups nach U.S.-amerikanischem und deutschem Gesellschaftsrecht, 2003; *Strunk/Salomon/Holst*, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht, in *Veil* (Hrsg.), *Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft*, 2009, S. 1; *Thaeter/Abbas*, Kommentar Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in *Das Deutsche Bundesrecht* (Loseblatt), Stand Juli 2011; *Tröger*, Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (Teil I), DZWIR 2002, 353; *Viandier*, OPA – OPE et autres offres publiques, 1999; *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht, 2000; v. *Werder/Braun/Fromholzer*, Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen und seine Besonderheiten (Public Deal), in *Eilers/Koffka/Mackensen* (Hrsg.), *Private Equity*, 2009; *Wey/Huber*, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2001, 144; *Winter/Harbarth*, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, ZIP 2002, 1; *Ziegler/Stancke*, Kostenersatz beim Abbruch von Vertragsverhandlungen in M&A-Transaktionen, M&A Review 2008, 28; *Ziemons*, Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, AG 1999, 492; *Zinser*, Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht, 2000.

A. Überblick

I. Regelungsgegenstand

- 1 Die Vorschrift regelt die Auswirkungen eines konkurrierenden Angebots auf ein bereits laufendes Angebot. Einerseits bewirkt das konkurrierende Angebot eine **Verlängerung der Annahmefrist** des ursprünglichen Angebots in der Weise, dass der Fristenlauf beider Angebote synchronisiert wird. Andererseits löst das konkurrierende Angebot ein **gesetzliches Rücktrittsrecht** der Wertpapierinhaber aus, die das ursprüngliche Angebot bei Veröffentlichung des konkurrierenden Angebots bereits angenommen haben.
- 2 Das konkurrierende Angebot selbst wird durch § 22 nicht geregelt. Vielmehr gelten insoweit die allgemeinen Vorschriften.

II. Zweck

Die **Ermöglichung konkurrierender Angebote** gehört zu den Kernzielen des vom Gesetzgeber gewählten ökonomischen Konzepts der Regulierung von Übernahmeangeboten. Nur wenn Erwerbsinteressenten miteinander in Wettbewerb treten können, kann die auktionsartige Situation entstehen, die den Wertpapierinhabern grundsätzlich die Wahl des besseren (teureren) Angebots und damit die Allokation der in der Zielgesellschaft gebundenen unternehmerischen Ressourcen an den besten Nutzer ermöglicht. Dies erfordert einerseits die Senkung der Eintrittsbarrieren für konkurrierende Angebote und andererseits Verfahrensvorschriften, die sicherstellen, dass das ursprüngliche und das konkurrierende Angebot im Wettbewerb um die Annahme durch die Wertpapierinhaber gleiche Chancen haben¹. 3

Die Synchronisierung der Annahmefristen gemäß § 22 Abs. 2 bezweckt die **Schaffung gleicher verfahrensmäßiger Rahmenbedingungen** für das ursprüngliche und das konkurrierende Angebot². Ohne diese Vorschrift würde die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots regelmäßig erst nach dem Ende der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots ablaufen. Hiermit käme der konkurrierende Bieter in den Genuss eines nicht gerechtfertigten taktischen Vorteils, denn er könnte ankündigen, die Gegenleistung nach Ablauf der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots zu erhöhen. Wenn dies möglich wäre, erschiene es nicht fernliegend, dass die Wertpapierinhaber hierauf spekulieren und die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots verstreichen lassen. Insoweit kommt § 22 Abs. 2 auch den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft zugute, denn sie können sich frei von taktischen Zwängen für das aus ihrer Sicht bessere Angebot entscheiden. 4

Das Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 dient der **Senkung der Eintrittsbarrieren** für konkurrierende Angebote. Die Vorschrift versetzt den konkurrierenden Bieter in die Lage, auch die Wertpapiere zu erwerben, deren Inhaber sich bereits an den ersten Bieter gebunden haben. Beide Bieter können somit denselben Adressatenkreis erreichen. Auch dies kommt den Wertpapierinhabern, die das ursprüngliche Angebot bereits angenommen haben und ein aus ihrer Sicht besseres konkurrierendes Angebot annehmen wollen, zugute. 5

Konkurrierende Angebote sind ein wichtiges Instrument für die **Abwehr feindlicher Übernahmeangebote**³. Die Suche nach derartigen Angeboten gehört gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 2 zu den Handlungen, die der Vorstand der Zielgesellschaft ohne Ermächtigung der Hauptversammlung vornehmen darf, um den Erfolg eines feindlichen Angebots zu verhindern. Durch die Senkung der Eintrittsbarrieren wird diese Abwehrstrategie ermöglicht; durch die Synchronisierung der Annahmefristen ist sichergestellt, dass weder das „feindliche“ erste Angebot noch das konkurrierende Angebot in regulatorischer Hinsicht bevorzugt wird. 6

1 *Bebchuk*, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982); *Gilson*, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982); aus der Debatte um das WpÜG vgl. etwa *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 653; *Mülbert/Birke*, WM 2001, 705, 712; *Oechsler*, NZG 2001, 817, 825.

2 So auch *Bachmann* in *Mülbert/Kiem/Wittig*, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 195.

3 *Schröder* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 1; *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 2.

III. Entstehung

- 7 Im **Übernahmekodex** hatten § 22 Abs. 2 überhaupt keinen und § 22 Abs. 3 nur einen entfernt ähnlichen Vorläufer. Gemäß Art. 14 Sätze 1 und 2 Übernahmekodex war der Bieter bei Abgabe „besserer Angebote seitens Dritter“ berechtigt, innerhalb der ursprünglichen Annahmefrist ein für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft „besseres Angebot“ vorzulegen und die ursprüngliche Angebotsfrist in Abstimmung mit der Übernahmekommission zu verlängern. Die automatische Verlängerung der Annahmefrist (oder eine Verpflichtung hierzu) war dagegen nicht vorgesehen. Gemäß Art. 14 Satz 3 Übernahmekodex hatte der Bieter für die Gleichbehandlung der Aktionäre zu sorgen, die sein Angebot bereits angenommen hatten. Gemäß Art. 14 Satz 4 Übernahmekodex konnten Wertpapierinhaber von dem bereits angenommenen Angebot zurücktreten, um „das bessere Angebot“ anzunehmen. Folglich konnte der Bieter durch Eintritt in die Konditionen des konkurrierenden Angebots verhindern, dass dieses Rücktrittsrecht zur Entstehung gelangte. Das Merkmal des „besseren“ Angebotes als Voraussetzung des Rücktrittsrechts bedeutete ein durchaus fragwürdiges Wertungselement.
- 8 Die Regelungen des § 22 waren im Wesentlichen bereits im **Diskussionsentwurf** enthalten (§ 24 DiskE). Im **Referentenentwurf** wurde lediglich die Terminologie an den erweiterten Anwendungsbereich des Gesetzes angepasst („Angebot“ statt „Übernahmeangebot“, „Wertpapiere“ statt „Aktien“).

IV. EU-Übernehmerichtlinie

- 9 § 22 entspricht den Vorgaben der Übernehmerichtlinie: Nach deren Art. 13 lit. c) müssen die Mitgliedstaaten dafür sorgen, dass Vorschriften zur Regelung konkurrierender Angebote in Kraft sind.

V. Kritik

- 10 Die Förderung von Auktionen durch § 22 begegnet Kritik **aus ökonomischer Sicht**, soweit man den Lehrmeinungen der neoliberalen *Chicago School of Law and Economics* folgt. Hiernach sind auktionsfördernde Regeln den Interessen der Aktionäre abträglich, weil sie die Häufigkeit von Übernahmeangeboten verringern: Sie treiben den für die Übernahme zu zahlenden Preis in die Höhe, verringern damit den Gewinn des obsiegenden Bieters, bringen ggf. den ersten Bieter um die Früchte seiner Suche nach einer geeigneten Zielgesellschaft und verringern somit die Anreize für eine solche Suche. Weniger Übernahmeangebote haben nach dieser Auffassung eine Schwächung des Marktes für Unternehmenskontrolle und dessen management-disziplinierenden Wirkungen zur Folge, was letzten Endes zu Lasten der Aktionäre geht¹. Die Gegenauffassung bezweifelt, dass auktionsfördernde Regeln die Häufigkeit von Übernahmeangeboten verringern. Sie hält die Kosten der Suche nach potentiellen Zielgesellschaften für niedrig; außerdem könne der ursprüngliche Bieter Aktien, die er im Vorfeld seines Angebots günstig erworben hat, dem konkurrierenden Bieter im Zuge seines Angebots teuer verkaufen². Weiterhin seien Auktionsverfahren allo-kationseffizient, weil sie die Ressourcen der Zielgesellschaft dem besten Verwender

1 *Easterbrook/Fischel*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981); *Schwartz*, 2 J.L. Econ. & Org. 229 (1986).

2 *Bebchuk*, 35 Stan. L. Rev. 23 (1982); *Gilson*, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982).

zuführen¹. Schließlich seien auktionsfördernde Regeln auch *ex ante* geeignet, die Aktionärsrendite zu maximieren, weil sie den ersten Bieter dazu veranlassen, von vornherein eine attraktive Gegenleistung anzubieten, um andere Interessenten von der Abgabe konkurrierender Angebot abzuhalten².

Aus juristischer Sicht wurde für problematisch gehalten, dass die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots durch mehrere hintereinander geschaltete konkurrierende Angebote theoretisch bis ins Unendliche verlängert werden könnte³. Um dieses Problems Herr zu werden, wird gefordert, dass der Gesetzgeber eine Höchstgrenze für die Verlängerung aller Angebote bestimmen oder die BaFin unter Berücksichtigung der Belange der Zielgesellschaft und nach Maßgabe des Einzelfalls zur Bestimmung des endgültigen Fristablaufs für alle Angebote ermächtigen soll⁴. Eine solche „Guilotine“-Regelung könnte in Anlehnung an das österreichische Recht (§ 19 Abs. 1d ÜbG), an das Schweizer Recht (Art. 48 Abs. 5 ÜbVO) oder nach dem Vorbild des britischen Takeover Code gestaltet werden⁵. Auch wäre ein von der BaFin gestaltetes nicht-öffentliches Auktionsverfahren denkbar⁶. Dies sind wichtige Überlegungen. Allerdings ist zu bedenken, dass das beschriebene Problem in Deutschland noch nicht aufgetreten und selbst in der internationalen Praxis extrem selten ist. Seit Inkrafttreten des WpÜG gab es in Deutschland lediglich zwei konkurrierende Angebote⁷. Dass konkurrierende Angebot in Deutschland so selten sind, dürfte u.a. darauf zurückzuführen sein, dass Kontrollaktionäre nach wie vor eine wichtige Rolle spielen⁸. Im Übrigen könnte die BaFin im Rahmen ihrer allgemeinen Missstandsaufsicht einschreiten und die im Einzelfall erforderlichen Anordnungen treffen (§ 4 Abs. 1 Satz 3). Dies gilt nicht nur dann, wenn eine Vielzahl konkurrierender Angebote vorliegt oder wenn die konkurrierenden Angebote von mit dem Bieter verbundenen Unternehmen abgegeben werden⁹, sondern auch dann, wenn der Bieterkampf sich so extrem in die Länge zieht, dass die Gebote, Übernahmeverfahren rasch durchzuführen (§ 3 Abs. 4 Satz 1) und die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit zu behindern (§ 3 Abs. 4 Satz 2), nicht mehr eingehalten werden (eingehend hierzu Rz. 39 f.). Es ist zwar richtig, dass § 22 einen Bieterwettstreit duldet¹⁰. Exzesse finden jedoch an den Grundsätzen des § 3 Abs. 4 ihre Schranken.

1 *Bebchuk*, 95 Harv. L. Rev. 1028 (1982); *Gilson*, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982).

2 Überblick über die verschiedenen Strömungen bei *Romano* in Hopt/Wymeersch, European Takeovers, 1992, S. 29 ff.

3 *Steinhardt* in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 1; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 16; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 2, 12.

4 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 2, *Böckmann/Kießling*, DB 2007, 1796, 1801; *Bachmann* in Mühlbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 210.

5 Zum österreichischen Recht *Huber* in Huber, § 19 ÜbG Rz. 34; zum englischen Modell *Böckmann/Kießling*, DB 2007, 1796, 1797 f.

6 Dafür *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 148; *Böckmann/Kießling*, DB 2007, 1796, 1800; wohl auch *Bachmann* in Mühlbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 210.

7 Heat Beteiligungs III GmbH/Techem AG vom 14.12.2006 und Suzlon Windenergie GmbH/REpower Systems AG vom 28.2.2007; das Angebot Bayer/Schering vom 13.4.2006 war kein konkurrierendes Angebot, denn das zuvor angekündigte Angebot der Merck KGaA wurde vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage untersagt.

8 *Bachmann* in Mühlbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 192 f.; *Seibt*, CFL 2011, 213, 218.

9 *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, Rz. 16; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 10; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 12.

10 *Bachmann* in Mühlbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 211.

- 11a Vereinzelt wird gefordert, konkurrierende Angebote „Angebote oder *Entscheidungen zur Abgabe eines Angebots*“ zu definieren, damit die Rechtsfolgen des § 22 Abs. 2 und 3 nicht erst mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (siehe Rz. 25), sondern bereits mit der Veröffentlichung der Entscheidung des Konkurrenten zur Abgabe des Angebots gemäß § 10 Abs. 1 ausgelöst werden¹. Dies wird damit begründet, dass Aktionäre von der Annahme eines veröffentlichten Angebots schon dann abgehalten werden können, wenn während der Annahmefrist ein weiteres Angebot (ggf. mit höherer Gegenleistung) angekündigt wird. Nach geltender Rechtslage würde sich die Annahmefrist des ersten Angebots nicht verlängern, so dass der erste Bieter auf das angekündigte Angebot nur noch eingeschränkt reagieren könnte (etwa mit Parallelerwerb während der weiteren Annahmefrist seines Angebots), während der zweite Bieter ungleich längere Zeit hätte, sein Angebot zu verbessern². Wenn man jedoch die Rechtsfolgen des § 22 bereits an die Veröffentlichung gemäß § 10 Abs. 1 anknüpfte, hätte der erste Bieter Chancengleichheit. Dies sind wichtige Überlegungen. Problematisch ist jedoch, dass auf die Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gemäß § 10 nicht zwingend ein Angebot nachfolgt³. Daher wäre stattdessen zu erwägen, dem Erstbieter das Recht einzuräumen, die Annahmefrist seines Angebots bis zur Abgabe des anderen Angebots zu verlängern und, wenn dieses Angebot abgegeben wird, die Rechtsfolgen des § 22 Abs. 2 und 3 eintreten zu lassen⁴.

B. Begriff des konkurrierenden Angebots (§ 22 Abs. 1)

- 12 § 22 Abs. 1 enthält die **Legaldefinition** des Begriffs der konkurrierenden Angebote. Konkurrierende Angebote sind Angebote, die während der Annahmefrist eines Angebots von einem Dritten abgegeben werden.

I. Angebot

- 13 Nur ein „Angebot“ kann ein konkurrierendes Angebot sein. Angebote sind freiwillige oder auf Grund einer Verpflichtung gemäß WpÜG erfolgende öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft (§ 2 Abs. 1). Folglich kommen **einfache Erwerbsangebote, Übernahmeangebote und Pflichtangebote** als konkurrierende Angebote in Frage. Der Paketerwerb und der Erwerb über die Börse sind kein „Angebot“ i.S.d. § 22⁵.
- 14 Um ein konkurrierendes Angebot sein zu können, muss sich das Angebot auf **dieselbe Gattung von Wertpapieren** wie das ursprüngliche Angebot beziehen⁶. Dies folgt zwar nicht unmittelbar aus dem Wortlaut, ergibt sich aber aus der (amtlichen) Überschrift des § 22, dem Willen des Gesetzgebers und dem Schutzzweck der Vorschrift. Der Gesetzgeber ging davon aus, dass das konkurrierende Angebot den Wertpapier-

1 Klemm/Reinhardt, NZG 2007, 281, 285; ähnlich Wackerbarth in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 14.

2 v. Werder/Braun/Fromholzer in Eilers/Koffka/Mackensen, Private Equity, Kapitel II Rz. 81; Hasselbach in Köln Komm. WpÜG, § 22 Rz. 14; noch anders Wackerbarth in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 14 (BaFin könne *de lege lata* eine solche Veröffentlichung gemäß § 4 verbieten oder Auflagen erteilen).

3 Bachmann in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 200.

4 Bachmann in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 201 f.

5 Oechsler in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 3.

6 Thun in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 16; Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 11; Diekmann in Baums/Thoma, § 22 Rz. 19.

inhabern der Zielgesellschaft neben der Annahme oder Ablehnung des ursprünglichen Angebots eine weitere Entscheidungsmöglichkeit eröffnet¹. Auch der Schutzzweck des § 22 (Herstellung gleicher Ausgangsbedingungen durch Verlängerung der Annahmefrist, Senkung der Eintrittsbarrieren durch das Rücktrittsrecht) setzt voraus, dass sich das konkurrierende Angebot jedenfalls auch auf die Wertpapiere erstreckt, die vom ursprünglichen Angebot erfasst waren. Der Umfang der Angebote muss nicht identisch sein; jedoch muss es mindestens einen Wertpapierinhaber geben, der zwischen den beiden Angeboten wählen kann². Folglich können auch zwei Teilangebote verschiedener Bieter (etwa eines für 10 % und eines für 20 %) konkurrierende Angebote sein³.

Der Begriff des konkurrierenden Angebots setzt nicht voraus, dass die Gegenleistung des konkurrierenden Angebots die Gegenleistung des ursprünglichen Angebots übersteigt. Ein „besseres“ Angebot ist **nicht erforderlich**⁴. Ob das konkurrierende Angebot dem ursprünglichen Angebot vorzuziehen ist, haben allein die Aktionäre zu entscheiden.

Im Übrigen gelten für das konkurrierende Angebot die **allgemeinen Vorschriften**. Insbesondere hat der konkurrierende Bieter eine Angebotsunterlage zu erstellen, sie der BaFin zur Gestattung der Veröffentlichung vorzulegen und sie nach dieser Gestattung unverzüglich zu veröffentlichen. Zu den Mitteilungspflichten gemäß § 2 Nrn. 9 und 11 WpÜG-AngVO siehe unten Rz. 44 ff. und 64 ff.

II. Eines Dritten

Konkurrierende Angebote sind „von einem Dritten“ abgegebene Angebote. Wer „Dritter“ ist, ist nach zutreffender Auffassung allein **anhand formaler Kriterien zu bestimmen**. „Dritter“ ist demnach jede vom Bieter verschiedene natürliche oder juristische Person oder rechtsfähige Personenvereinigung.

1. Verbundene Unternehmen und gemeinsam handelnde Personen

Nach dem vorstehend Gesagten kann „Dritter“ **i.S.d. § 22 Abs. 1** auch ein mit dem Bieter verbundenes Unternehmen oder eine mit dem Bieter gemeinsam handelnde Person sein⁵.

1 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 50.

2 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 17; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 11; *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 2; *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 5; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 19 f.

3 *Steinhardt* in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 5; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 7.

4 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 4; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 16; ebenso *Assmann/Bozenhardt* in Assmann u.a., Übernahmeangebote, S. 107; *Riehmer/Schröder*, BB-Beilage 5/2001, S. 13. Anders noch Art. 14 Übernahmekodex sowie die Regelung in Frankreich (Art. 232-7 Règlement Général AMF); zur (insoweit identischen) Vorgängerregelung *Klein/Stucki*, RIW 2001, 488.

5 *Steinhardt* in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 5; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 15 ff.; *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 142; a.A. *DAV-Handelsrechtsausschuss* zum RefE, NZG 2001, 420, 425; *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 5 f.; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 14; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 17; *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 5; *Thaeter* in Thaeter/Brandt, Teil 2 Rz. 303; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 5; *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 8.

- 19 Bei erstem Besehen erscheint dieses Ergebnis wenig sachgerecht. Wenn man lediglich formal abgrenzt, könnte der Bieter, der eine Tochtergesellschaft zur Abgabe eines weiteren Angebots veranlasst, sein eigenes Angebot über die Grenzen des § 21 hinaus ändern und zur Annahme offen halten. Es kommt hinzu, dass dem Bieter die von seinen Tochterunternehmen gehaltenen Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft gemäß § 30 zugerechnet werden¹. Dies mögen valide Argumente sein, soweit in Frage steht, ob die BaFin die Veröffentlichung derartiger Angebote gestatten darf. Wie das folgende Beispiel belegt, kann es für Zwecke des § 22 hierauf jedoch nicht ankommen.
- 20 Unterstellt man, es lägen das Angebot des Bieters und ein konkurrierendes Angebot eines fremden Dritten vor, der ursprüngliche Bieter habe daraufhin eine seiner Tochtergesellschaften zur Abgabe eines dritten Angebots veranlasst und die BaFin habe die Veröffentlichung dieses Angebots gestattet, würde die Auffassung, die das Angebot der Tochtergesellschaft nicht als Angebot eines „Dritten“ ansieht, zu dem Ergebnis gelangen, dass das Angebot der Tochtergesellschaft kein konkurrierendes Angebot i.S.d. § 22 Abs. 1 ist. Folglich würde die Synchronisierung der Annahmefristen der beiden ersten Angebote mit diesem dritten Angebot unterbleiben. Wenn also die Tochtergesellschaft für ihr Angebot eine Annahmefrist bestimmt, die nach dem Ablauf der Annahmefristen der beiden ersten Angebote endet, hätte sich der ursprüngliche Bieter – über seine Tochtergesellschaft – genau den taktischen Vorteil gesichert, den der Gesetzgeber mit der Synchronisierung der Annahmefristen unterbinden wollte. Wie sich aus diesem Beispiel ergibt, stünde die Einbeziehung verbundener Unternehmen und gemeinsam handelnder Personen mit dem **Schutzzweck** des § 22, den Wertpapierinhabern die freie Wahl zwischen den verschiedenen Angeboten zu eröffnen, nicht in Einklang.
- 21 Es kommt hinzu, dass **bei nicht offensichtlichem Näheverhältnis** zwischen dem ursprünglichen Bieter und dem Dritten **Unsicherheit** darüber eintreten könnte, ob das Angebot ein konkurrierendes ist oder nicht. Eine Ermächtigung der BaFin, dies für und gegen alle verbindlich festzustellen, besteht nicht. Schließlich hätte die Erwähnung verbundener Unternehmen und gemeinsam handelnder Personen in § 22 Abs. 1 nahe gelegen, wenn der Gesetzgeber diese Personen nicht als Dritte angesehen hätte².
- 22 Folglich bleibt es bei der formalen Abgrenzung. In **Missbrauchsfällen** – etwa wenn die Bestimmungen über die Höchstdauer der Annahmefrist (§ 16 Abs. 1 Satz 1) oder die Beschränkung auf eine einmalige Änderung des Angebots während der letzten zwei Wochen der Annahmefrist (§ 21 Abs. 6) durch das Angebot einer mit dem Bieter gemeinsam handelnden Person umgangen werden sollen – hätte die BaFin das Angebot der mit dem Bieter gemeinsam handelnden Person zu untersagen³.

2. Zielgesellschaft

- 23 Die Zielgesellschaft kann nach zutreffender Auffassung „Dritter“ i.S.d. § 22 sein⁴. Solange die BaFin Angebote zum Ruckerwerb eigener Aktien als Anwendungsfall des

1 So im Ergebnis *DAV-Handelsrechtsausschuss* zum RefE, NZG 2001, 420, 425; *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 8; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 14; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 17; *Thaeter* in Thaeter/Brandi, Teil 2 Rz. 303.

2 Zutreffend *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 17 f.

3 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 18.

4 *Steinhardt* in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 5; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 15 ff.; im Ansatz auch *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 17; *Oechsler* in Ehrlicke/Ek-

WpÜG behandelte (siehe hierzu § 2 Rz. 38 ff.), konnte ein während der Annahmefrist eines anderen Angebots veröffentlichtes Rückerwerbsangebot der Zielgesellschaft ein konkurrierendes Angebot i.S.d. § 22 sein¹. Nachdem die BaFin diese Praxis aufgegeben hat und Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien nicht länger als Angebote i.S.d. § 2 Abs. 1 behandelt (siehe hierzu § 2 Rz. 41), können solche Rückerwerbsangebote auch keine konkurrierenden Angebote i.S.d. § 22 Abs. 1 sein².

Das **Gegenangebot** der Zielgesellschaft auf Aktien des Bieters (*pac man defense* – hierzu § 33 Rz. 110 f.) wird gemeinhin nicht als konkurrierendes Angebot angesehen³. Teilweise wird dies – unzutreffend – damit begründet, dass die Zielgesellschaft nicht „Dritter“ sein könne⁴. Entscheidend ist jedoch, dass das ursprüngliche und das konkurrierende Angebote zumindest teilkongruent sein müssen, sich also zumindest teilweise auf den Erwerb derselben Gattung von Wertpapieren richten müssen, da ansonsten der Schutzzweck des § 22 nicht eingreift (siehe oben Rz. 3 ff.)⁵. Gleichwohl wäre es sachgerecht, die Annahmefristen des ursprünglichen Angebots und des Gegenangebots (gegebenenfalls analog § 22 Abs. 2 oder im Wege einer Gesamtanalogie) zu synchronisieren⁶, um „Waffengleichheit“ zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft herzustellen⁷.

III. Abgabe

Das konkurrierende Angebot muss abgegeben sein, um die Rechtsfolgen gemäß § 22 Abs. 2 und 3 auszulösen. Dies ist erst dann der Fall, wenn die Angebotsunterlage gemäß § 14 Abs. 3 veröffentlicht ist⁸. Die Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots gemäß § 10 Abs. 3 oder die Übermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin genügen nicht⁹.

Das Merkmal der Abgabe ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn das konkurrierende Angebot gemäß § 15 untersagt wird. Erfolgt die Untersagung vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage, fehlt es an der Abgabe – die Annahmefrist des ur-

kenga/Oechsler, § 22 Rz. 5; ebenso für das österreichische Recht *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 6; a.A. *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 13; *Sohbi* in Heidelberg, § 22 WpÜG Rz. 4; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 5; *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 6 (Zielgesellschaft sei „Zweiter“).

1 *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 3; a.A. *Wackerbarth* in Münch Komm. WpÜG, § 22 Rz. 6.

2 *Wackerbarth* in Münch Komm. WpÜG, § 2 Rz. 40.

3 So auch *Bachmann* in Mülberrt/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 200.

4 *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 13; *Sohbi* in Heidelberg, § 22 WpÜG Rz. 4; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 5.

5 So auch *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 17.

6 A.A. *Bachmann* in Mülberrt/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 200.

7 In Frankreich wurde dies im Zuge des Gegenangebots der Elf Aquitaine S.A. an die Aktionäre der TotalFina S.A. diskutiert; vgl. *Viandier*, OPA-OPE, Ziff. 2087 (keine automatische Synchronisierung gemäß Art. 5-2-7 des damals geltenden Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers (CMF), aber Ermessen des CMF gemäß Art. 5-1-13 Règlement Général CMF).

8 Begr. RegE zu § 22 Abs. 3, BT-Drucks. 14/7034, S. 50. Dort wird inzident festgestellt, dass erst ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebots beide Angebote vorliegen.

9 *Steinhardt* in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 4; *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 11; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 15; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 14; *Bachmann* in Mülberrt/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 200; kritisch: *Klemm/Reinhardt*, NZG 2007, 281, 282 und 285.

sprünglichen Angebots bleibt unbeeinflusst. Erfolgt die Untersagung dagegen nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage, ist das Angebot abgegeben und löst die Rechtsfolgen der § 22 Abs. 2 und 3 aus. Auch § 22 Abs. 2 Satz 2 ist erst anwendbar, nachdem das konkurrierende Angebot abgegeben worden ist¹.

IV. Während der Annahmefrist

- 27 Um ein konkurrierendes Angebot sein zu können, muss das Angebot während der „**Annahmefrist**“ des ursprünglichen Angebotes abgegeben werden. Diese Frist beginnt gemäß § 16 Abs. 1 Satz 2 mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage des ursprünglichen Angebots und endet grundsätzlich an dem vom Bieter festgelegten Termin. Verlängert sich die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots, etwa weil der Bieter das Angebot ändert (§ 21 Abs. 5), ist das Ende der derartig verlängerten Annahmefrist maßgeblich².
- 28 Die zweiwöchige „**weitere Annahmefrist**“ gemäß § 16 Abs. 2 Satz 1 ist nicht Teil der in § 22 Abs. 1 angesprochenen Annahmefrist. Während der weiteren Annahmefrist abgegebene Angebote lösen daher weder die Synchronisierung der Annahmefristen gemäß § 22 Abs. 2 noch das Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 aus. Dies ergibt sich zunächst aus dem Wortlaut und der Systematik des Gesetzes: Das Gesetz unterscheidet ausdrücklich zwischen der „Annahmefrist“ gemäß § 16 Abs. 1 und der „weiteren Annahmefrist“ gemäß § 16 Abs. 2 und hält diese Unterscheidung auch an anderer Stelle durch³. Außerdem spricht der Schutzzweck des § 16 Abs. 2 dagegen, die weitere Annahmefrist für Zwecke des § 22 zu berücksichtigen: Die weitere Annahmefrist soll den Wertpapierinhabern, die das ursprüngliche Angebot während der Annahmefrist nicht angenommen haben, die nachträgliche Annahme des Angebots ermöglichen (siehe hierzu § 16 Rz. 28 ff.). Ihr Zweck besteht nicht darin, den Wertpapierinhabern, die das ursprüngliche Angebot schon angenommen haben, eine Rücktrittsmöglichkeit einzuräumen oder Dritte in die Lage zu versetzen, das ursprüngliche Angebot nach Ablauf seiner Annahmefrist noch zum Scheitern zu bringen⁴. Demnach muss ein weiterer Bieter, der von den Rechtsfolgen des § 22 profitieren will, seine Angebotsunterlage spätestens am letzten Tag der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots veröffentlichen⁵.
- 29 **Am gleichen Tag abgegebene Angebote** können ebenfalls konkurrierende Angebote i.S.d. § 22 Abs. 1 sein. Selbst wenn im Einzelfall nicht mehr festzustellen ist, welches Angebot zuerst abgegeben worden ist, steht fest, dass jedenfalls eines der Angebote während der Annahmefrist des anderen Angebots veröffentlicht worden ist⁶ (zur Bestimmung der Annahmefrist siehe unten Rz. 32).

1 Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 15.

2 Oechsler, NZG 2001, 817, 825; Thun in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 24 ff.; Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 12; Hasselbach in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 12.

3 Vgl. etwa § 23 Abs. 1 Nrn. 2 und 3.

4 Oechsler, NZG 2001, 817, 824 f.; Thun in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 13; Steinhardt in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 6; Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 12; Noack/Holzborn in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 4; Diekmann in Baums/Thoma, § 22 Rz. 25 f.

5 Oechsler, NZG 2001, 817, 824 f.; Thun in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 14; Hasselbach in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 12.

6 Thun in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 15; Hasselbach in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 15; Sobbi in Heidel, § 22 WpÜG Rz. 3; Oechsler in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 4; Noack/Holzborn in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 3; Diekmann in Baums/Thoma, § 22 Rz. 28; im Ergebnis auch Wackerbarth in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 10.

C. Synchronisierung der Annahmefristen (§ 22 Abs. 2)

I. Allgemeines

Gemäß § 22 Abs. 2 Satz 1 hat die Abgabe eines konkurrierenden Angebots die **Verlängerung der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots** zur Folge, wenn die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots zu einem späteren Zeitpunkt endet, als dies für das ursprüngliche Angebot vorgesehen war. In diesem Fall – der in der Praxis den Regelfall darstellen dürfte – werden die Annahmefristen des ursprünglichen und des konkurrierenden Angebots miteinander synchronisiert. Die Synchronisierung erfolgt **kraft Gesetzes** mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebots; eine Veröffentlichung des ursprünglichen Bieters über die Verlängerung der Annahmefrist seines Angebots wäre rein deklaratorisch¹.

In § 22 **nicht geregelt** ist der Fall, dass die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots vor dem Ablauf der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots endet. In diesem Fall kommt eine Synchronisierung der Annahmefristen *grundsätzlich* nicht in Betracht². Im Regelfall hat es der konkurrierende Bieter nämlich in der Hand, die Annahmefrist seines Angebots so zu wählen, dass dem ursprünglichen Bieter kein taktischer Vorteil entsteht. Da § 22 Abs. 2 nicht den Schutz des konkurrierenden Bieters vor sich selbst, sondern die Beseitigung eines möglichen taktischen Nachteils des ursprünglichen Bieters bezweckt, wäre die Synchronisierung der Annahmefristen in diesem Fall nicht erforderlich³. Dem kann nicht entgegengehalten werden, dass die Wertpapierinhaber nach dem Schutzzweck des § 22 Abs. 2 bis zum Ablauf der jeweils längeren Annahmefrist zur Annahme aller abgegebenen Angebote in der Lage sein sollen⁴. Im Gesetzgebungsverfahren wurde die Bestimmung nämlich trotz einschlägiger Hinweise und Formulierungsvorschläge⁵ nicht entsprechend geändert⁶.

Ausnahmsweise kommt eine Synchronisierung in Betracht, wenn **mehrere Angebote am gleichen Tag** abgegeben werden. Für die Bestimmung des Fristenlaufs beider Angebote wäre grundsätzlich die Feststellung erforderlich, welches das ursprüngliche

1 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 20.

2 Im Ergebnis auch *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 19; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 24; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 18; *Rahlf* in Bad Homburger Hdb., C 411; *Thaeter* in Thaeter/Brandt, Teil 2 Rz. 311; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 34; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 12; *Rothenfuß/Friese-Dormann/Rieger*, AG 2007, 137, 142 f.; *Schiessl* in Liber amicorum Martin Winter, 2011, S. 569, 579; a.A. *Steinhardt* in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 8; wohl auch *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 7; *Bachmann* in Mülberr/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 197 f.

3 *DAV-Handelsrechtsausschuss* zum RefE, NZG 2001, 420, 425 f.; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 18; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 24; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 34; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 12; *Rothenfuß/Friese-Dormann/Rieger*, AG 2007, 137, 143; *Thaeter/Abbas* in Bundesrecht (Loseblatt) – WpÜG, § 22 Rz. 1; a.A. *Bachmann* in Mülberr/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 198.

4 So etwa *DAV-Handelsrechtsausschuss* zum RefE, NZG 2001, 420, 425 f. (Rechtsfolge aber wohl nur *de lege ferenda*); wohl auch *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 7; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 12 f.

5 *DAV-Handelsrechtsausschuss* zum RefE, NZG 2001, 420, 425 f.; *Oechsler*, NZG 2001, 817, 825.

6 *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 18; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 24.

und welches das konkurrierende Angebot ist¹. Anders als in der vorstehend behandelten Konstellation kann sich in diesem Fall keiner der Bieter auf die Annahmefrist des anderen Bieters einstellen. Außerdem kann im Einzelfall nur unter Schwierigkeiten festzustellen sein, welches das erste Angebot ist; selbst der Fall nachweislich gleichzeitig veröffentlichter Angebote ist denkbar. Hier würde der Schutzzweck des § 22 nahe legen, nicht die Zufälligkeit der Veröffentlichungsreihenfolge über den Fristenlauf entscheiden zu lassen, sondern das Angebot mit der längeren Annahmefrist als das konkurrierende Angebot zu behandeln und die Annahmefrist des anderen Angebots entsprechend anzugleichen².

- 33 Werden während eines laufenden Angebots **mehrere konkurrierende Angebote** abgegeben, verlängern sich die Annahmefristen der bereits laufenden Angebote gemäß dem oben Rz. 30 dargestellten Grundsatz, sofern die Annahmefrist des zuletzt veröffentlichten Angebots nach dem Ende der Annahmefristen der bisher vorliegenden Angebote abläuft. Insoweit können mehrmalige Verlängerungen der Annahmefrist gemäß § 22 Abs. 2 Satz 1 eintreten.

II. Änderungen der Angebote

1. Verlängerung der Annahmefristen

- 34 Nach § 22 Abs. 2 Satz 2 verlängert sich die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots auch dann, wenn das konkurrierende Angebot geändert wird.

a) Änderung des konkurrierenden Angebots

- 35 Aus dem Wortlaut des § 22 Abs. 2 Satz 2 ergibt sich unmittelbar, dass sich die **Annahmefrist des ursprünglichen Angebots verlängert**, wenn das **konkurrierende** Angebot geändert wird und infolgedessen gemäß § 21 Abs. 5 eine Verlängerung der Annahmefrist des konkurrierenden Angebots eintritt. Die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots verlängert sich auch dann, wenn die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots zunächst vor dem Ende der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots abgelaufen und damit zunächst keine Synchronisierung der Angebotsfristen eingetreten wäre (siehe oben Rz. 31), jedoch sich die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots gemäß § 21 Abs. 5 verlängert, was zur Folge hätte, dass die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots nach dem Ablauf der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots enden würde³.

b) Änderung des ursprünglichen Angebots

- 36 In § 22 Abs. 2 Satz 2 nicht geregelt ist dagegen der Fall, dass das **ursprüngliche** Angebot geändert wird. Dass dieser Fall gleich im Zusammenhang mit dem ersten konkurrierenden Angebot praktisch wurde⁴, war vorherzusehen, denn die Verbesserung

1 Für das Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 ist dies unerheblich, da es bei taggleicher Veröffentlichung kaum zur Annahme eines der Angebote durch Wertpapierinhaber gekommen sein kann; vgl. *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 21.

2 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 21; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 15, 25; *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 4, 7; *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 19; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 37.

3 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 23; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 19.

4 Geändertes Angebot MEIF II Energie Beteiligungen GmbH & Co. KG/Techem AG vom 11.1.2007.

des Angebots (etwa durch die Erhöhung der Gegenleistung oder den Verzicht auf Bedingungen) ist eine **nahe liegende Reaktion** des ursprünglichen Bieters auf das konkurrierende Angebot. Erfolgt diese Änderung in den letzten zwei Wochen der (synchronisierten) Annahmefrist, verlängert sich gemäß § 21 Abs. 5 die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots. Diese Verlängerung bliebe aber nach dem Wortlaut des § 22 Abs. 2 ohne Auswirkung auf die Laufzeit des konkurrierenden Angebots – weder die Voraussetzungen seines Satzes 1 noch die seines Satzes 2 sind erfüllt, weil die Annahmefrist des ursprünglichen Angebots nicht vor Ablauf der Annahmefrist des konkurrierenden Angebots endet. Da der Gesetzgeber den Vorschlag, dass sich die Annahmefristen bei konkurrierenden Angeboten stets nach der längsten Annahmefrist richten sollten¹, nicht gefolgt ist, wird teilweise vertreten, dass die Verlängerung der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots für das konkurrierende Angebot keine Folgen habe².

Diese Ansicht ist abzulehnen. Auf ihrer Grundlage fiele dem ursprünglichen Bieter ein erheblicher taktischer Vorteil zu: Er könnte sein Angebot im letztmöglichen Zeitpunkt der synchronisierten Annahmefrist noch ändern, ohne dass dem konkurrierenden Bieter noch die Zeit bliebe, hierauf angemessen zu reagieren. Es ist evident, dass dieses Ergebnis dem Sinn und Zweck des § 22 Abs. 2 und der Absicht des Gesetzgebers widerspricht. Gleiche Rahmenbedingungen für beide Angebote lassen sich nur erreichen, wenn auch die Verlängerung der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots über das Ende der Annahmefrist des konkurrierenden Angebots hinaus zur Synchronisierung der Annahmefristen führt. Hiernach ist davon auszugehen, dass eine planwidrige Regelungslücke vorliegt, die durch Analogie zu § 22 Abs. 2 Sätze 1 und 2 zu schließen ist³. Die BaFin hat daher im Bieterkampf um die Techem AG zutreffend entschieden, dass die gemäß § 21 Abs. 5 eintretende Verlängerung der Annahmefrist des ersten Angebots eine entsprechende Verlängerung der Annahmefrist des konkurrierenden Angebots nach sich zieht⁴.

2. Mehrfachänderungen

Ebenfalls nicht geregelt ist die Frage, ob nach der Änderung eines Angebots und der hierdurch bewirkten Verlängerung beider Annahmefristen wiederum die Möglichkeit besteht, das Angebot zu ändern und damit gemäß § 21 Abs. 5 wiederum eine Verlängerung der (synchronisierten) Annahmefristen zu bewirken. Insofern **ist zu unterscheiden**:

Der Bieter, der sein **Angebot zuletzt geändert** und hiermit die Verlängerung der synchronisierten Annahmefristen verursacht hat, ist wegen § 21 Abs. 6 an der erneuten Änderung seines Angebots **gehindert**. Der Bieter, der sein Angebot zuletzt nicht geändert hat, ist dagegen nicht gemäß § 21 Abs. 6 gesperrt: Zunächst verwirklicht er

1 DAV-Handelsrechtsausschuss zum RefE, NZG 2001, 420, 425 f.

2 Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 18; widersprüchlich *Thaeter* in *Thaeter/Brandi*, Teil 2 Rz. 316, 318.

3 So im Ergebnis auch *Oechsler*, NZG 2001, 817, 825; *Oechsler* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, § 22 Rz. 7; *Thun* in *Geibel/Süßmann*, § 22 Rz. 26 f.; *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, § 22 Rz. 8; *Noack/Holzborn* in *Schwark/Zimmer*, § 22 WpÜG Rz. 12; *Wackerbarth* in *MünchKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 16; *Diekmann* in *Baums/Thoma*, § 22 Rz. 36; *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 27 (anders noch in der Voraufgabe); *Bachmann* in *Mülbert/Kiem/Wittig*, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 197; *Schiessl* in *Liber amicorum Martin Winter*, 2011, S. 569, 579.

4 BaFin Jahresbericht 2007, S. 191 f.

nicht die Voraussetzungen des § 21 Abs. 6, weil er sich nicht „innerhalb der in (§ 21) Absatz 5 genannten Frist“, sondern innerhalb der gemäß bzw. analog § 22 Abs. 2 verlängerten Frist befindet. Außerdem soll er nach Sinn und Zweck des § 22 Abs. 2 gerade in der Lage sein, auf das verbesserte Angebot des anderen Bieters mit einer Verbesserung des eigenen Angebots zu reagieren. Die Bieter **können sich also abwechselnd überbieten**¹. Nach anderer Ansicht soll der Bieter, dessen Änderung die Verlängerung der Annahmefrist gemäß § 21 Abs. 5 ausgelöst hat, an weiteren Änderungen seines Angebots gemäß § 21 Abs. 6 gehindert sein; der andere Bieter soll berechtigt sein, sein Angebot zu ändern, aber entsprechend dem Rechtsgedanken des § 21 Abs. 6 nur noch einmal². Diese Ansicht erscheint wenig überzeugend, weil sie den Bieter, der sein Angebot zuerst ändert und dadurch die Verlängerung der Annahmefrist auslöst, ohne sachlichen Grund benachteiligt – er kann nicht mehr reagieren, wenn der andere Bieter sein Angebot noch ändert³. Zudem sperrt sie den Bieter, der sein Angebot zuerst ändert, *gegen den Wortlaut* des § 21 Abs. 6 auch noch nach Ablauf der durch ihn ausgelösten Zweiwochenfrist, wenn der andere Bieter sein Angebot ändert und sich deswegen die Annahmefrist des Angebots des zuerst ändernden Bieters gemäß § 22 Abs. 2 (analog) verlängert. Nach noch anderer Ansicht soll die von einem Bieter ausgelöste Änderungssperre gemäß § 21 Abs. 6 für beide Angebote gelten – mit der Folge, dass keiner der Bieter sein Angebot ändern kann, wenn die gemäß § 21 Abs. 5 verlängerte Annahmefrist angelaufen ist⁴. Auch diese Ansicht erscheint wenig überzeugend, weil sie den Bieter, der sein Angebot zuerst ändert, ohne sachlich gerechtfertigten Grund bevorzugt – er hätte das „letzte Wort“ und könnte seinen Konkurrenten überbieten, ohne dass dieser ihn noch übertrumpfen könnte⁵. Zudem *widerspricht* sie dem *Wortlaut* des § 21 Abs. 6: Die Vorschrift nimmt die Änderung „des Angebots“ in Bezug und meint damit das Angebot, das die Fristverlängerung gemäß § 21 Abs. 5 ausgelöst hat, nicht aber das Angebot eines Konkurrenten⁶. Demnach ist mit dem Wortlaut des § 21 Abs. 6 und dem Sinn und Zweck des § 22 (hierzu Rz. 3 ff.) nur die Lösung vereinbar, die es den konkurrierenden Bietern ermöglicht, sich abwechselnd zu überbieten.

- 40 Auch wenn die Erfahrungen aus den USA belegen, dass der Prozess des gegenseitigen Überbietens in aller Regel spätestens nach jeweils einer Angebotsverbesserung zum Stillstand kommt⁷, wäre es theoretisch möglich, dass dieses gegenseitige Überbieten unbegrenzt fort dauert und die Zielgesellschaft somit auf unbestimmte Zeit „belagert“ und ihre Verwaltung gemäß § 27 zu Stellungnahmen zu jeder Änderung der An-

1 So auch *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 30 f.; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 Rz. 59 u. § 22 Rz. 28; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 24; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 43; *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 7; *Böckmann/Kießling*, DB 2007, 1796, 1797, 1801; *Schiessl* in Liber amicorum Martin Winter, 2011, S. 569, 581.

2 *Strunk/Salomon/Holst* in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 1, 21; *Santelmann* in Steinmeyer/Häger, § 21 Rz. 54; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 21 Rz. 74 (aber a.A. § 22 Rz. 43); *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 17 (aber a.A. in Rz. 30); konjunktivisch auch *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 32 (aber a.A. in Rz. 30).

3 *Bachmann* in Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 209.

4 *Rothenfußer/Friese-Dormann/Rieger*, AG 2007, 137, 146; *Bachmann* in Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 209 f.

5 *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 18.

6 *Böckmann/Kießling*, DB 2007, 1796, 1797.

7 Soweit ersichtlich, blieben Bietergefechte wie der Kampf der Viacom Inc. und der QVC Networks Inc. um die Paramount Communications Inc. aus dem Jahr 1993, in dessen Verlauf Viacom ihr Angebot zweimal und QVC einmal erhöhten, eine seltene Ausnahme; zu dieser „Übernahmeschlacht“ vgl. *Bungert*, AG 1994, 297, 298.

gebote gezwungen wird. Dieser Konflikt zwischen dem Interesse der Zielgesellschaft (an einer raschen Durchführung des Angebotsverfahrens) einerseits und den Interessen der Bieter (an gleichen Ausgangsbedingungen) und der Wertpapierinhaber (an einer Verbesserung der Gegenleistung) andererseits lässt sich mit folgendem **Zweistufenmodell** interessengerecht auflösen: Auf der ersten Stufe wird den Interessen der Bieter und der Wertpapierinhaber Vorrang gegeben. Nur wenn sich die jeweiligen Bieter gegenseitig überbieten können, ist der Erfolg des materiell besten Angebots gewährleistet. Der Erfolg des materiell besten Angebots ist aus Gründen der optimalen Ressourcenallokation, wegen der Interessen der Wertpapierinhaber an der Veräußerung zu den besten Bedingungen und wegen der Interessen der Bieter, allein aufgrund des materiell besten Angebots obsiegen zu können, sachgerecht. Weil die miteinander konkurrierenden Bieter in der Praxis nicht über unbegrenzte Mittel verfügen und daher nur begrenzte Möglichkeiten zur Verbesserung ihrer Angebote besitzen werden, ist zu erwarten, dass das Hin und Her wechselseitiger fristverlängernder Änderungen irgendwann zum Stillstand kommt. Daher erscheint es auch vor dem Hintergrund des Beschleunigungsinteresses der Zielgesellschaft vertretbar, dass die Interessen der Bieter und der Wertpapierinhaber auf der ersten Stufe Vorrang haben. Die zweite Stufe wird ausgelöst, wenn sich der Bieterkampf so extrem in die Länge zieht, dass die Gebote, Übernahmeverfahren rasch durchzuführen (§ 3 Abs. 4 Satz 1) und die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit zu behindern (§ 3 Abs. 4 Satz 2), nicht mehr eingehalten werden. Dies ist ein Missstand, gegen den die BaFin mit geeigneten Anordnungen gemäß § 4 Abs. 1 Satz 3 bzw. § 15 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 21 Abs. 3 einschreiten kann¹. Wann die Schwelle zum Exzess überschritten ist, ist eine Frage des Einzelfalls. Weil es seit Inkrafttreten des WpÜG nur zwei konkurrierende Angebote gegeben und in deren Rahmen ein exzessives Wettbieten nicht stattgefunden hat, konnte die BaFin noch keine Verwaltungspraxis zu dieser Thematik entwickeln².

3. Parallel- und Nacherwerb

Die Gegenleistung kann sich nicht nur durch privatautonome Änderung des Angebots gemäß § 21 Abs. 1, sondern auch durch **Parallelerwerb** zu einer höheren als der in der Angebotsunterlage versprochenen Gegenleistung und der hieran anknüpfenden gesetzlichen Anordnung des § 31 Abs. 4 erhöhen. Bieter bevorzugen diesen Weg, weil sie nach der Verwaltungspraxis der BaFin³ dann keine Änderung des Angebots veröffentlichen und keine Finanzierungsbestätigung über den Erhöhungsbetrag vorlegen müssen. Diese Praxis konnte auch schon im Rahmen konkurrierender Angebo-

1 Eingehend *Böckmann/Kießling*, DB 2007, 1796, 1800; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 45 f.; in diese Richtung auch *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 16; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 10; a.A. *Bachmann* in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 211.

2 *Strunk/Salomon/Host* in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 1, 21; *Schiessl* in Liber amicorum Martin Winter, 2011, S. 569, 581. Weiterführende Überlegungen bei *Böckmann/Kießling*, DB 2007, 1796, 1798 ff.

3 BaFin Jahresbericht 2007, S. 192 (betreffend den Bieterkampf um die REpower Systems AG); *Strunk/Salomon/Host* in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 1, 19 f.; ebenso die h.M.: *Süßmann* in Geibel/Süßmann, § 31 Rz. 53 f.; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 21 Rz. 14; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 Rz. 23; *Santelmann* in Steinmeyer/Häger, § 21 Rz. 50; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 21 WpÜG Rz. 16; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 21 Rz. 13; *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 150; *Schiessl* in Liber amicorum Martin Winter, 2011, S. 569, 580; dezidiert a.A. *Rothenufer/Friese-Dormann/Rieger*, AG 2007, 137, 151 ff.

te beobachtet werden¹. Diese Art der Erhöhung der Gegenleistung löst weder ein Rücktrittsrecht gemäß § 21 Abs. 4 noch eine Verlängerung der Annahmefrist gemäß § 21 Abs. 5 und auch keine Änderungssperre gemäß § 21 Abs. 6 aus; die Zielgesellschaft ist nicht verpflichtet, zu derartigen Erhöhungen der Gegenleistung gemäß § 27 Stellung zu nehmen². Weil die Erhöhung der Gegenleistung durch Parallelerwerb kein Rücktrittsrecht gemäß § 21 Abs. 4 auslöst, sind Aktionäre, die das Angebot des Bieterkonkurrenten angenommen haben, an ihre Annahmeerklärungen gebunden und können das durch Parallelerwerb erhöhte Angebot nicht annehmen³. Der Weg zur höheren Gegenleistung wird ihnen nur eröffnet, wenn der obsiegende und der unterlegene Bieter beschließen, in einer Art und Weise zu kooperieren, durch die sie zu gemeinsam handelnden Personen i.S.d. § 2 Abs. 5 werden⁴.

- 40b Der **Nacherwerb** zu einer höheren als der in der Angebotsunterlage versprochenen Gegenleistung – etwa während der weiteren Annahmefrist – hat im Ergebnis dieselben Folgen. Die den Aktionären geschuldete Geldleistung setzt sich dann aus der gemäß Angebot geschuldeten Gegenleistung und dem gemäß § 31 Abs. 5 geschuldeten Erhöhungsbetrag zusammen.

III. Untersagung oder Verstoß gegen Rechtsvorschriften

- 41 Gemäß § 22 Abs. 2 Satz 2 erfolgt die Synchronisierung der Annahmefristen auch dann, wenn das konkurrierende Angebot untersagt wird oder gegen Rechtsvorschriften verstößt. Die – im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens kritisierte⁵ – Vorschrift **dient der Rechtssicherheit**: Sie will vermeiden, dass Zweifel über die Zulässigkeit eines konkurrierenden Angebots zu Unsicherheiten bei der Bestimmung des Ablaufs der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots führen⁶.
- 42 Die Verlängerung der Annahmefrist gemäß § 22 Abs. 2 Satz 2 setzt allerdings ein konkurrierendes Angebot voraus; hierfür wiederum ist Voraussetzung, dass eine entsprechende **Angebotsunterlage veröffentlicht** wurde. Eine Synchronisierung der Annahmefristen gemäß § 22 Abs. 2 Satz 2 Alt. 2 kommt also nur in Betracht, wenn die Untersagung durch die BaFin nach der Abgabe des konkurrierenden Angebots (d.h. nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage) erfolgt⁷.
- 43 Wird ein konkurrierendes Angebot **ohne Gestattung der BaFin** veröffentlicht, dürfte ein **Missstand** gemäß § 4 Abs. 1 Satz 3 vorliegen. In einem solchen Fall wird man die BaFin für ermächtigt halten müssen, nicht nur die Untersagung des Angebots (§ 15), sondern auch die Nichtverlängerung der Annahmefrist mit Wirkung für und gegen alle verfügen zu können⁸.

1 Die Bieterkonkurrenten AREVA und Suzlon Energy erhöhten ihre Angebote jeweils einmal durch Parallelerwerb.

2 Vgl. BaFin Jahresbericht 2007, S. 192; dezidiert a.A. *Rothenfußer/Friese-Dormann/Rieger*, AG 2007, 137, 153.

3 BaFin Jahresbericht 2007, S. 192.

4 BaFin Jahresbericht 2007, S. 192.

5 *DAV-Handelsrechtsausschuss* zum RefE, NZG 2001, 420, 426; *Schüppen*, WPg 2001, 958, 964 f.

6 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 50.

7 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 33; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 19; *Haselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 32; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 42.

8 *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 14.

IV. Mitteilungspflicht gemäß § 2 Nr. 9 WpÜG-AngVO

Gemäß § 2 Nr. 9 WpÜG-AngVO ist jeder Bieter verpflichtet, in der Angebotsunterlage auf die mögliche Verlängerung der Annahmefrist gemäß § 22 Abs. 2 hinzuweisen. Der **ursprüngliche Bieter** kann diesen Hinweis nur abstrakt geben, da bei Veröffentlichung seines Angebots nicht abzusehen ist, ob während der Annahmefrist ein konkurrierendes Angebot abgegeben wird und wann dessen Annahmefrist abläuft. 44

Ob der **konkurrierende Bieter** den Wertpapierinhabern in seiner Angebotsunterlage mitteilen muss, dass sich die Annahmefrist des *ursprünglichen* Angebots gemäß § 22 Abs. 2 verlängert, ist umstritten. Nach zutreffender Auffassung lässt sich indes eine derartige Verpflichtung aus § 2 Nr. 9 WpÜG-AngVO nicht herleiten, da die Vorschrift dem Bieter nur einen abstrakten Hinweis auf die Verlängerung der Annahmefrist seines eigenen Angebots abverlangt¹. Selbstverständlich bleibt es dem Bieter unbenommen, auf diese Folgen konkret hinzuweisen². 45

Wenn man davon ausgeht, dass der Bieter zur Aktualisierung wesentlicher Angaben in der Angebotsunterlage verpflichtet ist, soweit diese Angaben nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage unrichtig geworden sind (siehe hierzu § 11 Rz. 50), erscheint es konsequent anzunehmen, dass der Bieter in einer Veröffentlichung **auf die Verlängerung der Annahmefrist** seines Angebots durch das konkurrierende Angebot **hinweisen** muss³. Diese Veröffentlichung ist jedoch nur deklaratorischer Natur; die Fristverlängerung tritt auch ohne die Veröffentlichung ein. 46

D. Rücktrittsrecht (§ 22 Abs. 3)

§ 22 Abs. 3 gewährt den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft, die das ursprüngliche Angebot angenommen haben, ein **gesetzliches Rücktrittsrecht**, wenn ein konkurrierendes Angebot abgegeben wird. Diese Regelung bildet die Grundlage dafür, dass sich die Wertpapierinhaber zwischen verschiedenen Angeboten frei entscheiden und anstelle des ursprünglichen Angebots das konkurrierende, möglicherweise „bessere“ Angebot annehmen können⁴. 47

I. Voraussetzungen

Rücktrittsberechtigt sind die „**Inhaber von Wertpapieren**“, die das ursprüngliche Angebot angenommen haben. Bei streng am Wortlaut orientierter Auslegung würde dies bedeuten, dass die Rücktrittsberechtigung entfällt, sobald der Bieter das Eigentum an den angedienten Wertpapieren erworben hat; dann nämlich wären die Zurücktretenden bei Ausübung des Rücktrittsrechts nicht mehr Inhaber der Wertpapiere. Nach 48

1 Ähnlich *Schröder* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 20; *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 33; *Diekmann* in *Baums/Thoma*, § 22 Rz. 39; a.A. *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, § 22 Rz. 2 (für Hinweis auf die das ursprüngliche Angebot treffenden Rechtsfolgen).

2 Vgl. Angebotsunterlage Heat Beteiligungs III GmbH/Techem AG vom 14.12.2006 (S. 7); Angebotsunterlage Suzlon Windenergie GmbH/REpower Systems AG vom 28.2.2007 (S. 7).

3 *Diekmann* in *Baums/Thoma*, § 22 Rz. 40.

4 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 50; *Thun* in *Geibel/Sußmann*, § 22 Rz. 34; *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, § 22 Rz. 11; *Schröder* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 21; zur Rechtslage vor Inkrafttreten des WpÜG bereits *Assmann/Bozenhardt* in *Assmann u.a., Übernahmeangebote*, S. 106 ff.

dem Schutzzweck des § 22 kann es hierauf jedoch nicht ankommen¹. Das Ergebnis einer streng am Wortlaut orientierten Auslegung erscheint auch für den Fall korrekturbedürftig, dass der Wertpapierinhaber, der das Angebot angenommen hat, seine Aktien an der Börse weiterveräußert². Hier muss das Rücktrittsrecht auf den Erwerber übergehen, auch wenn er nicht der Inhaber von Wertpapieren ist, der das ursprüngliche Angebot angenommen hat.

- 49 Das Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 setzt voraus, dass der **Vertragsschluss** – d.h. die Annahme des ursprünglichen Angebots – **vor Veröffentlichung des konkurrierenden Angebots** erfolgte³. Auf die Kenntnis des annehmenden Wertpapierinhabers von dem konkurrierenden Angebot kommt es nicht an⁴. Erfolgt der Vertragsschluss nach der Veröffentlichung des konkurrierenden Angebots, besteht für dieses Rücktrittsrecht kein Bedürfnis, weil sich die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, wenn beide Angebote vorliegen, in Kenntnis aller Umstände für eines der beiden Angebote entscheiden können⁵.
- 50 Der „Vertragsschluss“ setzt nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen den **Zugang** der Annahmeerklärung des Wertpapierinhabers beim Bieter bzw. seinen Bevollmächtigten voraus. Der Schutzzweck des § 22 Abs. 3 gebietet allerdings, insoweit nicht auf den Zugang der Annahmeerklärung beim Bieter, sondern auf die **Abgabe der Annahmeerklärung** durch den Wertpapierinhaber abzustellen⁶: Weil der Wertpapierinhaber seine Annahmeerklärung regelmäßig an seine Depotbank übermittelt und diese mit der Weiterleitung der Annahmeerklärung an den Bieter bzw. dessen Empfangsbevollmächtigte beauftragt, der Zugang beim Empfangsbevollmächtigten des Bieters aber regelmäßig erst einige Tage nach Abgabe der Annahmeerklärung erfolgt, würde ein Wertpapierinhaber, wenn das konkurrierende Angebot zwischen Abgabe und Zugang seiner Annahmeerklärung veröffentlicht wird, an dem Vertragsschluss mit dem ursprünglichen Bieter festgehalten, ohne dass er sich bei Abgabe seiner Annahmeerklärung in Kenntnis aller Umstände für eines der beiden Angebote hätte entscheiden können. Dies spricht dafür, auf die Abgabe der Annahmeerklärung abzustellen. Selbst wenn der Wertpapierinhaber positive Kenntnis davon hätte, dass die Abgabe eines konkurrierenden Angebots bevorsteht (etwa weil der konkurrierende Bieter seine Entscheidung zur Abgabe des Angebots gemäß § 10 Abs. 3 veröffentlicht hat), wäre er für Zwecke des § 22 Abs. 3 schutzwürdig: Weil nämlich der konkurrierende Bieter die Konditionen seines Angebots in der Veröffentlichung gemäß § 10 Abs. 3 noch nicht offen legen muss (siehe § 10 Rz. 47), wird der Wertpapierinhaber

1 Zutreffend *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, § 22 Rz. 16; *Noack/Holzborn* in *Schwark/Zimmer*, § 22 WpÜG Rz. 17; *Diekmann* in *Baums/Thoma*, § 22 Rz. 48.

2 Bieter treffen für diesen Fall regelmäßig Vorsorge, indem sie für die angedienten Aktien eine separate Wertpapierkennnummer (ISIN) beantragen und die angedienten Aktien entsprechend umbuchen lassen; bis zur Abwicklung des Angebots werden dann wertpapiertechnisch zwei Gattungen der Wertpapiere der Zielgesellschaft gehandelt („angediente“ und „nicht angediente“).

3 *Thun* in *Geibel/Süßmann*, § 22 Rz. 35; *Schröder* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 21; *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 35.

4 *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 35.

5 *Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034*, S. 50; *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, § 22 Rz. 14; *Schröder* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 21.

6 *Thun* in *Geibel/Süßmann*, § 22 Rz. 36; *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, § 22 Rz. 14; *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 35; *Oechsler* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, § 22 Rz. 11; *Thaeter* in *Thaeter/Brandt*, Teil 2 Rz. 323; *Noack/Holzborn* in *Schwark/Zimmer*, § 22 WpÜG Rz. 15; *Diekmann* in *Baums/Thoma*, § 22 Rz. 50 ff.; a.A. *Wackerbarth* in *MünchKomm. WpÜG*, § 22 Rz. 23.

ber die vollständige Kenntnis der Sachlage regelmäßig erst mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebots erwerben können¹.

Das Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 wird auch dadurch abgelöst, dass innerhalb der (gegebenenfalls gemäß § 22 Abs. 2 Satz 1 verlängerten) Annahmefrist des ersten Angebots ein **drittes Angebot** abgegeben wird². Von diesem Rücktrittsrecht können auch die Wertpapierinhaber Gebrauch machen, die das erste Angebot nach der Abgabe des zweiten Angebots angenommen haben. Wenn der Rücktritt wirksam geworden ist, können sie auch das zweite Angebot annehmen, da es ihnen dann freisteht, welches Angebot sie annehmen wollen.

II. Rücktrittsrecht bei Änderungen

§ 22 Abs. 3 regelt den Rücktritt vom *ursprünglichen* Angebot, wenn ein konkurrierendes Angebot abgegeben worden ist. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob auch ein **Rücktritt vom konkurrierenden Angebot** möglich ist. Insoweit sind verschiedene Konstellationen denkbar:

Der Fall, dass **zunächst** ein Wertpapierinhaber **das konkurrierende Angebot angenommen hat, danach der ursprüngliche Bieter das konkurrierende Angebot überbietet** und der Wertpapierinhaber vom konkurrierenden Angebot zurücktreten will, ist in § 22 Abs. 3 nicht geregelt; die Vorschrift regelt nur den Rücktritt vom ursprünglichen Angebot. Auch § 21 Abs. 4 ist nicht anwendbar, weil diese Vorschrift nur den Rücktritt von dem geänderten Angebot ermöglicht. Der Wertpapierinhaber könnte demnach das bessere Angebot des ursprünglichen Bieters nicht annehmen – ein Ergebnis, das dem gesetzgeberischen Willen kaum entsprechen dürfte. Wenn gleiche Ausgangsbedingungen für die konkurrierenden Angebote herrschen und sich die Wertpapierinhaber in Kenntnis aller Umstände endgültig für eines der beiden Angebote entscheiden können sollen³, wäre den Wertpapierinhabern der Rücktritt vom konkurrierenden Angebot analog § 22 Abs. 3 zu ermöglichen⁴. Dieses Ergebnis entspricht der Verwaltungspraxis der BaFin, die in der beschriebenen Konstellation den Wertpapierinhabern, die das konkurrierende Angebot angenommen haben, ein Rücktrittsrecht einräumt⁵.

Der Fall, dass **zunächst** der Wertpapierinhaber **in Kenntnis beider Angebote das ursprüngliche Angebot angenommen hat und danach der konkurrierende Bieter sein Angebot ändert**, ist in § 22 Abs. 3 ebenfalls nicht geregelt; § 22 Abs. 3 ermöglicht den Rücktritt vom ursprünglichen Angebot nur dann, wenn die Annahme des ursprünglichen Angebots vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden

1 A.A. Tröger, DZWIR 2002, 353, 361 (Fn. 90).

2 Hasselbach in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 36.

3 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 50.

4 Oechsler, NZG 2001, 817, 825; Thun in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 51; Steinhardt in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 17; Noack/Holzborn in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 19; Wackerbarth in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 20; Diekmann in Baums/Thoma, § 22 Rz. 59 ff.; Strunk/Salomon/Host in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 1, 18; Bachmann in Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 198 f.; Schiessl in Liber amicorum Martin Winter, 2011, S. 569, 579; a.A. Hasselbach in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 40 (keine Analogie, da Wertpapierinhaber mit der Annahme bis zum letzten Tag der Annahmefrist warten können sowie oftmals entsprechende Rücktrittsrechte freiwillig eingeräumt werden).

5 BaFin Jahresbericht 2007, S. 192 (betreffend den Bieterkampf um die Techem AG).

Angebots erfolgte. § 21 Abs. 4 ermöglicht nur den Rücktritt vom geänderten, nicht aber vom jeweils anderen Angebot. Folglich hätte der Wertpapierinhaber auch in dieser Konstellation kein Rücktrittsrecht, wenn man sich am Wortlaut des Gesetzes festhielte. Um das gesetzgeberische Ziel zu erreichen, müsste dem Wertpapierinhaber auch in dieser Konstellation analog § 22 Abs. 3 der Rücktritt ermöglicht werden¹. Dieses Ergebnis entspricht ebenfalls der Verwaltungspraxis der BaFin².

- 54a Der Fall, dass der Wertpapierinhaber ein Angebot angenommen hat und der Bieter des anderen Angebots die Gegenleistung seines Angebots durch **Parallelerwerb** zu einer höheren als der in seiner Angebotsunterlage versprochenen Gegenleistung erhöht (§ 31 Abs. 4), ist nach der Verwaltungspraxis der BaFin und der h.M. kein Anwendungsfall des § 21 und daher keine Änderung des Angebots (siehe oben Rz. 40a). Demnach löst derartige Parallelerwerb auch kein Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 aus. Für den Nacherwerb gilt dies entsprechend.

III. Ausübung des Rücktrittsrechts

- 55 Die Ausübung des Rücktrittsrechts erfolgt durch **Rücktrittserklärung**. Dies ist eine einseitige, empfangsbedürftige Willenserklärung³; die Rücktrittserklärung muss dem Bieter also zugehen, um wirksam zu werden.
- 56 Ob der Rücktritt in Bezug auf alle von der Annahmeerklärung umfassten Wertpapiere erklärt werden muss oder auch ein **Teilrücktritt** möglich ist, ist im Gesetz nicht geregelt. Da der Wertpapierinhaber frei entscheiden kann, mit wie vielen seiner Wertpapiere er das Angebot annimmt, sollte er auch frei entscheiden können, in welchem Umfang er sein Rücktrittsrecht ausübt⁴. Der Wortlaut („vom Vertrag zurücktreten“) steht dem nicht entgegen; dass die Grundsätze des § 3 oder Sinn und Zweck des § 22 dem Teilrücktritt entgegenstehen, ist nicht erkennbar. Selbst wenn man dies anders sehen wollte, könnte der Wertpapierinhaber das Ergebnis eines Teilrücktritts erreichen, indem er zunächst vollständig zurücktritt und dem Bieter sodann eine geringere Zahl von Wertpapieren andient.
- 57 Gleichmaßen ist nicht ersichtlich, weswegen es dem Bieter nicht freistehen soll, in der Angebotsunterlage zu regeln, dass der Rücktritt nur für alle von der Annahmeerklärung umfassten Wertpapiere erklärt werden kann. Ob man hierin (im Ergebnis unzutreffend) eine überraschende Klausel i.S.d. § 305c Abs. 1 BGB sehen will, kann dahinstehen, denn bei der Angebotsunterlage handelt es sich nach zutreffender Ansicht nicht um Allgemeine Geschäftsbedingungen (näher § 11 Rz. 27 ff.)
- 58 § 22 Abs. 3 bestimmt keinen **Empfänger** der Rücktrittserklärung. Nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen würde dies bedeuten, dass die Rücktrittserklärung dem Bieter bzw. einem seiner Bevollmächtigten zugehen muss. Der Bieter darf nach erweiternder Auslegung des § 2 Nr. 11 WpÜG-AngVO (nach anderer Auffassung nach § 2 Nr. 4 analog) den Empfänger der Rücktrittserklärung in der Angebotsunterlage

1 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 51; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 22 WpÜG Rz. 20; *Schiessl* in Liber amicorum Martin Winter, 2011, S. 569, 579 f.; a.A. *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 40.

2 BaFin Jahresbericht 2007, S. 192 (betreffend den Bieterkampf um die Techem AG).

3 *Heinrichs* in Palandt, § 349 BGB Rz. 1.

4 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 53 und § 21 Rz. 64; *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 45 (a.A. Vorauf.).

bezeichnen, sofern dies das Rücktrittsrecht der Wertpapierinhaber nicht unangemessen beeinträchtigt¹.

Das Rücktrittsrecht muss **bis zum Ablauf der** (gegebenenfalls gemäß § 22 Abs. 2 Satz 1 verlängerten) **Annahmefrist** des ursprünglichen Angebots ausgeübt werden. Nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen bedeutet dies, dass die Rücktrittserklärung dem Bieter bzw. seinem Bevollmächtigten bis zum Ende der Annahmefrist zugegangen sein muss². 59

Eine besondere **Form** der Rücktrittserklärung ist nicht vorgeschrieben. Solange in der Angebotsunterlage keine Regelungen getroffen werden, gelten die allgemeinen Regeln, d.h. der Rücktritt kann gegenüber dem Bieter ausdrücklich oder konkludent, schriftlich oder mündlich erklärt werden. Zur organisatorischen Vereinfachung wird es sich regelmäßig empfehlen, die näheren Modalitäten der Ausübung des Rücktrittsrechts in der Angebotsunterlage zu regeln. Wenn man die Angebotsunterlage – entgegen der hier vertretenen Auffassung (siehe § 11 Rz. 27 ff.) – als Allgemeine Geschäftsbedingungen ansähe³, dürfte die Erklärung des Rücktritts gegenüber der Erklärung der Annahme nicht derartig erschwert werden, dass das Rücktrittsrecht der Wertpapierinhaber unangemessen beeinträchtigt wird⁴. In der Praxis wird regelmäßig der Adressat für die Entgegennahme der Rücktrittserklärung bestimmt und die Rücktrittserklärung an die Schrift- oder Textform gebunden⁵. Als zusätzliche Alternative kann der Bieter auch die elektronische Form bzw. E-Mail zulassen⁶; als abschließliche Form dürfte dies jedoch – bei unterstellter Anwendung der §§ 305 ff. BGB – gegen § 309 Nr. 13 BGB verstoßen⁷. 60

In der Praxis wird für die Annahme des Angebots häufig auf die **Umbuchung der betroffenen Wertpapiere** in eine gesonderte Wertpapier-Identifikationsnummer (ISIN⁸) abgestellt. Gleichermäßen wird für die Wirksamkeit des Rücktritts häufig auf die Rückbuchung der Wertpapiere in die ursprüngliche Wertpapier-Identifikationsnummer abgehoben. Auch wenn man (unzutreffend) die Angebotsunterlage als Allgemeine Geschäftsbedingungen ansähe, würde ein gemäß § 309 Nr. 13 BGB unzulässiges besonderes Zugangserfordernis hierdurch nicht begründet. Vor dem Hintergrund der praktischen Notwendigkeiten der Durchführung und Abwicklung von öffentlichen Angeboten ist diese Vorschrift einschränkend dahin auszulegen, dass die Bindung der Rücktrittserklärung an eine strengere Form als die Schriftform und an besondere Zugangserfordernisse zulässig ist, wenn die Annahmeerklärung denselben Erfordernissen unterworfen ist⁹. 61

1 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 44; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 38.

2 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 39 f.; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 37; *Thaeter* in Thaeter/Brandi, Teil 2 Rz. 324; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 57.

3 *Geibel/Süßmann* in Geibel/Süßmann, § 11 Rz. 3; *Schröder* in FrankfKomm. WpÜG, § 22 Rz. 23.

4 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 43; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 38; *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 25.

5 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 42; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 38; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 55.

6 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 55.

7 *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 38.

8 Näher zur ISIN *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, § 32 BörsG Rz. 27.

9 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 56.

IV. Rechtsfolgen der Ausübung des Rücktrittsrechts

- 62 Mit der Ausübung des Rücktrittsrechts verwandelt sich der zwischen dem Bieter und dem Wertpapierinhaber geschlossene Kauf- bzw. Tauschvertrag gemäß § 346 BGB in ein Abwicklungsverhältnis. Solange der Leistungsaustausch noch nicht stattgefunden hat, hat es mit der **Aufhebung der vertraglichen Verpflichtungen** sein Bewenden. Sollten die Wertpapiere ausnahmsweise bereits an den Bieter übereignet worden sein, hätte dieser sie zusammen mit zwischenzeitlich empfangenen Dividenden (§§ 100, 99 Abs. 2 BGB) unverzüglich Zug um Zug gegen Rückgewähr der vom Wertpapierinhaber etwa schon empfangenen Gegenleistung zurückzuübertragen. Der Bieter kann sich in der Angebotsunterlage vorbehalten, dass der zurücktretende Wertpapierinhaber die dem Bieter durch den Rücktritt entstandenen Aufwendungen zu ersetzen hat¹. Weitergehende Zahlungen darf der Bieter nicht verlangen, da hierdurch die Ausübung des Rücktrittsrechts unzulässig erschwert und der Schutzzweck des § 22 unterlaufen werden könnte.
- 63 Soweit in der Angebotsunterlage nichts Abweichendes geregelt ist, trägt die mit dem Rücktritt verbundenen **Transaktionskosten** (Bankspesen, Portokosten etc.) der zurücktretende Wertpapierinhaber. Dies gilt auch dann, wenn sich der Bieter in der Angebotsunterlage verpflichtet hat, die den Wertpapierinhabern durch die *Annahme* des Angebots entstehenden Transaktionskosten zu ersetzen. Gesetzlich geboten ist lediglich, dass der Bieter den Wertpapierinhabern den Rücktritt nicht unangemessen erschweren darf, weil anderenfalls der Schutzzweck des § 22 unterlaufen werden könnte. Dagegen ist der Bieter nicht verpflichtet, den Wertpapierinhabern den Rücktritt zu erleichtern².

V. Mitteilungspflicht gemäß § 2 Nr. 11 WpÜG-AngVO

- 64 Gemäß § 2 Nr. 9 WpÜG-AngVO ist jeder Bieter verpflichtet, in der Angebotsunterlage auf das Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 hinzuweisen. Der **ursprüngliche Bieter** kann diesen Hinweis nur abstrakt geben, da bei Veröffentlichung seines Angebots nicht abzusehen ist, ob während der Annahmefrist ein konkurrierendes Angebot abgegeben wird.
- 65 Ob der **konkurrierende Bieter** den Wertpapierinhabern in seiner Angebotsunterlage mitteilen muss, dass sie berechtigt sind, gemäß § 22 Abs. 3 vom *ursprünglichen* Angebot zurückzutreten, ist umstritten. Nach zutreffender Auffassung lässt sich indes eine derartige Verpflichtung aus § 2 Nr. 11 WpÜG-AngVO nicht herleiten, da die Vorschrift dem Bieter nur einen abstrakten Hinweis auf das Recht zum Rücktritt von der Annahme seines eigenen Angebots abverlangt³. In der Praxis wird der konkurrierende Bieter diesen Hinweis schon im eigenen Interesse in die Angebotsunterlage aufnehmen.
- 66 Auch wenn man davon ausgeht, dass der Bieter zur Aktualisierung wesentlicher Angaben in der Angebotsunterlage verpflichtet ist, soweit diese Angaben nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage unrichtig geworden sind (siehe hierzu § 11 Rz. 50), besteht nach der Veröffentlichung des konkurrierenden Angebots **keine Verpflichtung des ursprünglichen Bieters**, in einer Veröffentlichung **auf das** nunmehr

1 *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 39; *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 67.

2 *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 22 Rz. 39.

3 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 63; a.A. *Steinhardt* in Steinmeyer/Häger, § 22 Rz. 2.

konkret entstandene Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 **hinzuweisen**. Der Grund besteht darin, dass die Entstehung des konkreten Rücktrittsrechts, anders als die Verlängerung der Annahmefrist gemäß § 22 Abs. 2, nicht die Unrichtigkeit von Angaben in der Angebotsunterlage zur Folge hat¹. Eine – dem Bieter freistehende freiwillige – Veröffentlichung² wäre, wie im Fall des Hinweises auf die Verlängerung der Annahmefrist gemäß § 22 Abs. 2, nur deklaratorischer Natur³.

E. Weitere Aspekte konkurrierender Angebote

I. Vorbeugung gegen konkurrierende Angebote

Jeder Bieter hat typischerweise ein Interesse daran, dass konkurrierende Angebote 67 ausbleiben. Daher liegt es nahe, Maßnahmen zu treffen, die die Verhinderung konkurrierender Angebote (bzw. zumindest die Verbesserung der Ausgangsbedingungen gegenüber möglichen konkurrierenden Angeboten) zum Ziel haben. Hierfür kommen Vereinbarungen mit einzelnen Aktionären oder – bei „freundlichen“ Angeboten – mit dem Vorstand der Zielgesellschaft in Betracht. Zulässigkeit und Grenzen derartiger Vereinbarungen sind in § 22 nicht geregelt.

1. Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft

a) Exklusivität

Exklusivitätsvereinbarungen zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft können 68 **verschiedene Gestalten** annehmen: In ihrer strengsten Ausprägung kann die Exklusivitätsvereinbarung jede Form von Verhandlungen mit möglichen konkurrierenden Bietern und die Weitergabe von Informationen an dieselben untersagen (*no talk provision*). Weniger strenge Varianten untersagen lediglich die aktive Suche nach einem konkurrierenden Bieter (*no shop provision*, *window shop provision*) oder lassen die aktive Suche nach einem konkurrierenden Angebot innerhalb eines engen Zeitrahmens zu (*market test provision*). Die Terminologie ist nicht einheitlich⁴. Daher ist stets zu prüfen, was sich hinter der fraglichen Bestimmung verbirgt⁵. Nachstehend geht es allein um Exklusivitätsvereinbarungen zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft.

Für die Beurteilung der **rechtlichen Zulässigkeit** derartiger Vereinbarungen ist **nach 69 dem Zeitpunkt ihres Abschlusses zu unterscheiden**: Vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots (§ 10) abgeschlossene Vereinbarungen beurteilen sich grundsätzlich allein nach aktienrechtlichen Grundsätzen⁶, weil der zeitliche Anwendungsbereich des WpÜG zum Zeitpunkt des Abschlusses der Vereinbarung

1 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 64.

2 Vgl. Angebotsunterlage Heat Beteiligungs III GmbH/Techem AG vom 14.12.2006 (S. 7 f.); Angebotsunterlage Suzlon Windenergie GmbH/REpower Systems AG vom 28.2.2007 (S. 7).

3 *Diekmann* in Baums/Thoma, § 22 Rz. 65.

4 Vgl. *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 655; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 556; *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1494; *Rieckers*, RIW 2003, 668 f.

5 *Oechsler* in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 13, prüft etwa in der Angebotsunterlage enthaltene *no shop*- und *break-fee*-Klauseln.

6 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1459; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 202; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 561; a.A. *Ströhmman*, S. 224 ff., 309 ff. (gesellschafts- und schuldrechtliche Maßstäbe).

noch nicht eröffnet ist¹. Soweit sich der Vorstand jedoch zu Förderungshandlungen *nach* der Veröffentlichung gemäß § 10 (etwa einer positiven Stellungnahme gemäß § 27) verpflichtet, strahlen die maßgeblichen übernahmerechtlichen Vorschriften auf das Vorfeld des Angebots aus². *Nach* der Veröffentlichung gemäß § 10 abgeschlossene Vereinbarungen sind an den einschlägigen aktienrechtlichen und übernahmerechtlichen Grundsätzen zu messen³.

- 70 In **aktienrechtlicher Hinsicht** können Exklusivitätsvereinbarungen unter den Gesichtspunkten des Verbots der Vorwegbindung, der Wahrung des Gesellschaftsinteresses und der Gleichbehandlung der Aktionäre problematisch sein. Das Verbot der Vorwegbindung ergibt sich aus § 76 Abs. 1 AktG und besagt, dass sich der Vorstand in Bezug auf die künftige Ausübung seines Leitungsermessens nicht binden darf⁴. Die Verpflichtung des Vorstands, im Interesse der Gesellschaft zu handeln, folgt aus § 76 Abs. 1, § 93 Abs. 1 AktG⁵. Hiernach muss der Vorstand, der über den Abschluss einer Exklusivitätsvereinbarung entscheidet, nicht nur berücksichtigen, ob das vom Bieter vorgeschlagene unternehmerische Konzept im Interesse der Gesellschaft liegt, sondern auch ob der Bieter nach Einschätzung des Vorstands den Übernahmeplan auch ohne Exklusivitätsabrede weiterverfolgen wird, welche Gegenleistung der Bieter anzubieten plant und unter welche Bedingungen das Angebot gestellt werden soll. Die Höhe der Gegenleistung und die Bedingungen sind nicht nur deswegen relevant, weil die Aktionäre an einer möglichst hohen Gegenleistung interessiert sind und der Vorstand dieses Interesse grundsätzlich fördern darf (siehe § 3 Rz. 31 ff.), sondern auch deswegen, weil sie hinreichende Gewähr dafür bieten sollte, dass das Angebot, wenn sich die Gesellschaft erst einmal „*in play*“ befindet, auch Erfolg hat⁶. Die Verpflichtung des Vorstands zur Gleichbehandlung der Aktionäre folgt aus § 53a AktG. Eine Verpflichtung zur Gleichbehandlung verschiedener (aktueller und potentieller) Bieter lässt sich aus dieser Vorschrift jedoch nicht herleiten⁷. Allerdings darf der Vorstand nicht einseitig zu seinen Gunsten oder zugunsten eines anderen Aktionärs Partei nehmen, wenn hierfür kein sachlich gerechtfertigter Grund vorliegt⁸.
- 70a Die **übernahmerechtlichen Schranken** von Exklusivitätsvereinbarungen bestehen darin, dass der Vorstand sich nicht verpflichten kann, nach der Veröffentlichung gemäß § 10 gegen übernahmerechtliche Vorschriften zu verstoßen. Insoweit strahlen insbesondere die §§ 3, 27 und 33 auf das Angebotsvorfeld aus. Eine übernahmerechtliche Pflicht zur Gleichbehandlung verschiedener Bieter gibt es nach zutreffender Ansicht nicht (gehend Rz. 95 ff.).
- 70b Nach diesen aktienrechtlichen und übernahmerechtlichen Grundsätzen bestehen gegen eine **no shop provision** keine Bedenken, wenn der Vorstand nach sorgfältiger Abwägung der dafür und dagegen sprechenden Umstände zu dem Ergebnis gelangt, dass die Durchführung des geplanten Angebots im Interesse der Gesellschaft liegt. Vor-

1 *Steinmeyer* in Steinmeyer/Häger, § 33 Rz. 10; *Hirte* in KölnKomm. WpÜG, § 33 Rz. 44; *Banerjea*, DB 2002, 1489, 1496; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1458.

2 *Hopt*, ZGR 2002, 333, 363; *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 654, 656.

3 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1462.

4 *Fleischer* in *Fleischer*, Hdb. Vorstandsrecht, § 1 Rz. 60; *Mertens/Cahn* in KölnKomm. AktG, § 76 Rz. 49 f.

5 *Hüffer*, § 76 AktG Rz. 12 ff.; *Fleischer* in Spindler/Stilz, § 76 AktG Rz. 24 ff.; *Spindler* in MünchKomm. AktG, § 76 Rz. 64 ff.

6 Ebenso *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 561 f.; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 203.

7 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1459; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 567.

8 BGH v. 22.10.2007 – II ZR 184/06, AG 2008, 164, 164 f.; *von Falkenhausen* in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 93, 95 f.

feldwirkungen des § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 2 stehen der *no shop provision* nicht entgegen; nach dieser Vorschrift ist der Vorstand zur Suche nach einem konkurrierenden Bieter zwar berechtigt, aber nicht verpflichtet¹. Demnach handelt der Vorstand nicht pflichtwidrig, wenn er sich verpflichtet, nur noch in einem engen Zeitrahmen bzw. überhaupt nicht aktiv nach einem konkurrierenden Bieter zu suchen². Wenn die Abwägung dies trägt, kann auch die Verpflichtung, keine Informationen an Dritte zu geben (insbesondere keine Due Diligence eines Dritten zu gestatten), zulässig sein³.

Demgegenüber ist die Vereinbarung einer *no talk provision*, d.h. der Verpflichtung, 71 mit weiteren potentiellen Bietern nicht in Verhandlungen einzutreten, problematisch. Von einer solchen Klausel gebunden müsste der Vorstand jeden Kontakt ablehnen, wenn sich ein konkurrierender Bieterinteressent bei ihm meldet⁴. Der Vorstand hätte dann keine Möglichkeit, die Informationen zu gewinnen, die er benötigt, um auf einen dem zunächst geförderten Übernahmeplan eindeutig überlegenen Konkurrenzvorschlag angemessen zu reagieren. Im Regelfall dürfte daher eine derartige Exklusivitätsbindung nur unter besonderen Umständen und nur für einen eng begrenzten Zeitraum zulässig sein⁵. Weil aber derartige Verpflichtungen stets das Ergebnis eines Verhandlungsprozesses sind, verbieten sich verabsolutierende Wertungen.

Wenn die Exklusivitätsvereinbarung eine *board recommendation provision* vorsieht, 72 die den Vorstand zur Abgabe einer unterstützenden Stellungnahme gemäß § 27 verpflichtet, verstößt er regelmäßig gegen das Verbot der Vorwegbindung⁶. Von dieser Klausel gebunden läuft der Vorstand Gefahr, sich in eine Pflichtenkollision hineinzuamöbrieren: Wenn ein konkurrierendes Angebot abgegeben wird, das dem ursprünglichen Angebot objektiv überlegen ist, befindet sich der Vorstand in dem Dilemma, zu diesem Angebot gemäß § 27 in Kenntnis aller dann relevanten Umstände objektiv und allein unter Orientierung am Gesellschaftsinteresse Stellung nehmen zu müssen⁷ (siehe hierzu § 27 Rz. 33) und, wenn er diese Verpflichtung erfüllt, die Vereinbarung mit dem ursprünglichen Bieter zu verletzen. Umgekehrt würde er, wenn er die Exklusivitätsvereinbarung erfüllt, gegen seine übernahmerechtlichen (und, wenn das konkurrierende Angebot das Gesellschaftsinteresse wesentlich besser fördert als das ursprüngliche Angebot, auch seine aktienrechtlichen) Pflichten verstoßen⁸.

Ob derartige Exklusivitätsvereinbarungen, die Vereinbarung vergleichbarer Unterstützungsspflichten bzw. der Verpflichtung zu einem entsprechenden Bemühen un- 72a

1 *Bachmann* in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 214.

2 *Banerjea*, DB 2003, 1498, 1494; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 560 ff.; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 203; *Bachmann* in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 214, wohl auch *Drygala*, WM 2004, 1457, 1459. Zur Verweigerung der Due Diligence siehe unten Rz. 94 ff.

3 Ähnlich *Drygala*, WM 2004, 1457, 1459.

4 *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 562.

5 Ähnlich *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1495; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 562 f.; *Bachmann* in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 214; a.A. *Spindler* in MünchKomm. AktG, § 76 Rz. 34 (gänzlich unzulässig).

6 *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1494; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 558; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 202; *Bachmann* in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 214.

7 *Bachmann* in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, 2009, S. 109, 122; *Bachmann* in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 214, weist darauf hin, dass solche „Board Recommendation“-Abreden dann unzulässig sind, wenn sie den Vorstand in der Freiheit behindern, die gesetzlich vorgeschriebene Stellungnahme unbefangen abzugeben.

8 *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen, 2000, S. 256; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 558 f.; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 202.

wirksam sind¹, ist zweifelhaft. Auf ein allgemeines Prinzip der Bietergleichbehandlung² lässt sich dies jedenfalls nicht stützen, weil ein solches Prinzip aus § 22 nicht abzuleiten ist (siehe unten Rz. 84). Vielmehr muss sich der Vorstand selbst schützen, etwa indem er sich in der Exklusivitätsvereinbarung das Recht vorbehält, sich unter den dort näher definierten Umständen (etwa bei entgegenstehenden Rechtspflichten) von seiner Unterstützungspflicht loszusagen (*fiduciary out*)³.

- 73 Wird die Exklusivitätsvereinbarung **nach der Veröffentlichung des Bieters** gemäß § 10 abgeschlossen (etwa mit einem „weißen Ritter“), ist sie zusätzlich an § 3 Abs. 3 und § 33 zu messen. Die Vorschriften gewähren dem Vorstand keine Handlungsspielräume jenseits des Aktienrechts (siehe § 33 Rz. 128 ff.), so dass über die Bindungen des Aktienrechts (und des § 3 Abs. 3) hinaus lediglich ein Verstoß gegen das Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 in Frage stehen kann. Wie sich aus § 33 Abs. 1 Satz 2 ergibt, kann der Vorstand auch in der Übernahmephase einen Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen als dem Bieter anbahnen. Hieraus wird hergeleitet, dass das Übernahmerecht der Exklusivitätsvereinbarung mit dem „weißen Ritter“ nicht entgegensteht⁴. Wenn man dem folgt, sollte der Vorstand allerdings im eigenen Interesse geeignete Befreiungstatbestände von der Unterstützungspflicht aushandeln, weil er sich nicht von den Pflichten gemäß §§ 27, 3 Abs. 3 befreien kann (siehe oben Rz. 72). Wegen der aktien- und übernahmerechtlichen Pflichtenbindungen muss er darlegen können, dass den Interessen der Gesellschaft durch den Zusammenschluss mit dem „weißen Ritter“ besser gedient ist als mit dem ersten Bieter⁵.

b) *Break fees*

- 74 In Großbritannien und in den USA hat sich die Praxis herausgebildet, „freundliche“ Übernahmeangebote durch Vereinbarungen zu flankieren, die die Zielgesellschaft für den Fall, dass sie das Scheitern des Angebots zu vertreten hat, zur **Zahlung einer Geldleistung** (*break fee*, *break-up fee*, *termination fee*, *drop dead fee* oder auch *inducement fee*)⁶ an den Bieter verpflichten⁷. Soweit öffentlich bekannt, betragen diese *break fees* in den USA regelmäßig 2 bis 5 %; im Vereinigten Königreich betragen sie – solange sie zulässig waren (siehe Rz. 104) – regelmäßig 0,5 bis 1 % des Transaktionsvolumens (ermittelt auf der Grundlage der vom Bieter angebotenen Gegenleistung)⁸. Dieses Konzept dringt nach Deutschland vor. In der Transaktionspraxis haben

1 So wohl *Drygala*, WM 2004, 1457, 1462; zutreffend dagegen *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1492.

2 *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 654, 656.

3 Zum „fiduciary out“ in der US-amerikanischen Rechtspraxis vgl. *Drygala*, WM 2004, 1413, 1415 f.; *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1495; zur deutschen Praxis *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 559; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 202.

4 *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1495 f.; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1462.

5 *Hopt* in FS Lutter, 2000, S. 1361, 1383 f.; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann, § 33 Rz. 48; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1462.

6 Die Terminologie ist uneinheitlich; vgl. *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 557; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1554 ff.

7 *Paul/Horan*, European Lawyer, July/August 2002, S. 5; *Saywell/Gamble*, PLC 12/1999, 31 ff.

8 Zu den USA vgl. *Drygala*, WM 2004, 1413, 1414; *Fleischer*, AG 2009, 345, 347 f.; zum Vereinigten Königreich vgl. *Saywell/Gamble*, PLC 12/1999, 31, 32; *Fleischer*, AG 2009, 345, 348. Zwischenzeitlich waren derartige Zahlungen auf maximal 1 % des Transaktionswerts begrenzt (note 1(a) on Rule 21.2 Takeover Code); seit dem 20.9.2011 sind von der Zielgesellschaft versprochene *break fees* generell unzulässig (siehe unten Rz. 104).

sich solche Klauseln u.a. in den Fällen *Hoechst/Rhône Poulenc*¹, *Techem/BC Partners*² sowie *Deutsche Börse/NYSE Euronext*³ Verwendung gefunden oder waren zumindest Gegenstand von Verhandlungen⁴. Soweit die Literatur über *break fees* berichtet⁵, wird allerdings nicht immer deutlich, ob die *break fee*-Vereinbarung nur von einer Seite angestrebt oder tatsächlich abgeschlossen wurde, ob die Zahlung nur von den Gesellschaftern oder auch von der betroffenen Zielgesellschaft versprochen wurde⁶ und welche Rechtsform die betroffene Gesellschaft hatte.

Der **Zweck** derartiger Vereinbarungen besteht regelmäßig darin, dass der Bieter, der für die Planung und Durchführung des Angebots erhebliche finanzielle Ressourcen aufwendet, auf der Grundlage einer einfach zu handhabenden, pauschalierenden Regelung **Kostenersatz** erhalten soll, wenn sein Angebot scheitert⁷. Ihr Zweck kann aber auch darin bestehen, die **Zielgesellschaft zur Durchführung der Transaktion anzuhalten** (bzw. sie für Vertragsbrüchigkeit zu bestrafen)⁸. Je nachdem, wie diese „Strafe“ bemessen ist, kann sie eine so empfindliche finanzielle Belastung darstellen, dass ein potentieller konkurrierender Bieter, der nicht nur die Übernahme der Zielgesellschaft, sondern indirekt auch die Zahlung der *break fees* an den ursprünglichen Bieter zu finanzieren hätte, von der Abgabe eines konkurrierenden Angebots abieht⁹. 75

Als **Auslöser** für die Fälligkeit der *break fees* kommen verschiedene Ereignisse in Betracht, etwa eine Stellungnahme des Vorstands, die den Aktionären nicht die Annahme des Angebots empfiehlt, eine bereits gegebene Annahmempfehlung zurücknimmt oder in wesentlicher Hinsicht zum Nachteil des Bieters ändert oder ein konkurrierendes Angebot unterstützt¹⁰. Auch ein „weißer Ritter“, der auf Veranlassung des Vorstands der Zielgesellschaft ein konkurrierendes Angebot abgeben soll (siehe hierzu § 33 Rz. 163 ff.), könnte zur Abgeltung seines Aufwands an der Zahlung von *break fees* interessiert sein, wenn sein Angebot scheitert¹¹. 76

Bei der Beurteilung der **rechtlichen Zulässigkeit** von *break fee*-Vereinbarungen ist, wie bei Exklusivitätsvereinbarungen allgemein, nach dem Zeitpunkt des Abschlus- 77

1 Dazu *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 626.

2 Angebotsunterlage Heat Beteiligungs III GmbH/Techem AG vom 14.12.2006, S. 22.

3 Angebotsunterlage Alpha Beta Netherlands Holding N.V./Deutsche Börse AG vom 4.5.2011, Anlage 2, S. A-136.

4 Übernahme Bayer/Schering, Börsen-Zeitung vom 14.4.2006, S. 11.

5 *Decher* in FS Lutter, 2000, S. 1209, 1211 ff.; *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625; *Schlitt* in Semler/Volhard, Unternehmensübernahmen, Bd. 1, § 6 Rz. 82 f.

6 Zahlungspflicht nur der Gesellschafter in LG Paderborn v. 24.8.2000 – 2 O 132/00, NZG 2000, 899, 900; ebenso die Business Combination Agreements für die Zusammenschlüsse Daimler/Chrysler und Hoechst/Rhône-Poulenc; vgl. *Decher* in FS Lutter, 2000, S. 1209, 1211 ff.; *Hopt*, ZGR 2002, 333, 362.

7 So etwa Ziff. 8.8 des Vertrags über den Zusammenschluss zwischen der Hoechst AG und der Rhône-Poulenc S.A. zur Aventis S.A. aus dem Jahr 1999; abgedr. bei *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 626; vgl. weiter *Hilgard*, BB 2008, 286, 287; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 30; *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 172; *Fleischer*, AG 2009, 345, 346; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1556.

8 *Hilgard*, BB 2008, 286, 287; *Fleischer*, AG 2009, 345, 346.

9 *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, Public Company Takeovers, S. 182.

10 *Hilgard*, BB 2008, 286, 286; *Fleischer*, AG 2009, 345, 346; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1556.

11 *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1490; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 30; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1556.

ses zu unterscheiden (siehe hierzu oben Rz. 69). Wird eine *break fee*-Vereinbarung vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots (§ 10) abgeschlossen, beurteilt sich die Zulässigkeit nach gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen. Da die vereinbarte *break fee* auch nach Ankündigung eines Übernahmeangebots fällig werden kann, entfalten die übernahmerechtlichen Vorschriften Ausstrahlungswirkung auf das Vorfeld des Angebots. Werden *break fee*-Vereinbarungen hingegen nach der Veröffentlichung gemäß § 10 abgeschlossen, ist die Zulässigkeit an den aktienrechtlichen und übernahmerechtlichen Vorschriften zu beurteilen.

- 77a In **aktienrechtlicher Hinsicht** können *break fee*-Vereinbarungen im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten¹ im Hinblick auf das Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs, das Verbot der Einlagenrückgewähr und die Verpflichtung des Vorstands auf das Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresse (problematisch sein. Bei besonders hohen *break fees* kann auch das Verbot der Vorwegbindung relevant sein. Das Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs gemäß § 71a Abs. 1 AktG untersagt dem Vorstand, Finanzierungs- und Hilfgeschäfte abzuschließen, mit denen die Gesellschaft es Dritten ermöglicht, Aktien der Gesellschaft zu erwerben². Das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 Abs. 1 AktG verbietet der Gesellschaft, die geleisteten Einlagen an ihre Aktionäre zurückzugewähren und über den Bilanzgewinn hinausgehendes Vermögen an die Aktionäre zu verteilen³. Die Verpflichtung des Vorstands, im Gesellschaftsinteresse zu handeln, ergibt sich aus § 76 Abs. 1, § 93 Abs. 1 AktG⁴. Bei der Entscheidungsfindung über den Abschluss einer *break fee*-Vereinbarung hat der Vorstand die Vorteile und die Nachteile sorgfältig gegeneinander abzuwägen, wobei u.a. verhandlungstaktische Vorteile (z.B. Aushandlung einer höheren Gegenleistung und besserer Angebotsbedingungen) und strategische Vorteile (z.B. erwartete Synergieeffekte) in Betracht kommen⁵. Das Verbot der Vorwegbindung besagt, dass sich der Vorstand in Bezug auf die künftige Ausübung seines Leitungsermessens nicht binden darf⁶.
- 78 Ein Verstoß gegen das **Verbot der finanziellen Unterstützung des Aktienerwerbs** (§ 71a Abs. 1 AktG) scheint auf den ersten Blick nicht vorzuliegen, weil die Zahlung gerade für den Fall versprochen ist, dass das Angebot fehlschlägt, d.h. ein Erwerb der Aktien unterbleibt⁷. Allerdings erfasst § 71a AktG nach seinem Sinn und Zweck nicht nur die Gewährung von Vorschüssen, Darlehen und Sicherheiten, sondern auch sonstige Zuwendungen aus dem Gesellschaftsvermögen, die mit dem Erwerb von Aktien der Gesellschaft in einem funktionalen Zusammenhang stehen⁸. Im englischen Recht, dem Vorbild der Regelung des § 71a AktG, ist für die Anwendbarkeit des Verbots der *financial assistance* maßgeblich, ob im Zeitpunkt des Abschlusses

1 Zu anderen Konstellationen *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 627 ff.; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1458 ff.

2 Hüffer, § 71a AktG Rz. 1.

3 Hüffer, § 57a AktG Rz. 1; *Henze* in *Großkomm. AktG*, § 57 Rz. 39 ff.; *Lutter* in *KölnKomm. AktG*, § 57 Rz. 8.

4 Hüffer, § 76 AktG Rz. 12 ff.; *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, § 76 AktG Rz. 24 ff.; *Spindler* in *MünchKomm. AktG*, § 76 Rz. 64 ff.

5 *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 32 f.

6 *Fleischer* in *Fleischer*, Hdb. Vorstandsrecht, § 1 Rz. 60; *Mertens/Cahn* in *KölnKomm. AktG*, § 76 Rz. 49 f.

7 *Banerjee*, DB 2003, 1489, 1493; *Guinomet*, *Break Fee-Vereinbarungen*, 2003, S. 267; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1461, 1466 f.

8 *Schroeder*, *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs*, 1994, S. 186 f.; *Oechsler* in *MünchKomm. AktG*, § 71a Rz. 19; ähnlich *Lutter/Drygala* in *KölnKomm. AktG*, § 71a Rz. 9.

der *break fee*-Vereinbarung eine finanzielle Absicherung des geplanten Aktien-erwerbs durch die Gesellschaft beabsichtigt war¹. Vor diesem Hintergrund wird argumentiert, dass bereits die Übernahme des Kostenrisikos durch die Zielgesellschaft, die über die Voraussetzungen der Haftung aus culpa in contrahendo wegen schuldhaften Abbruchs der Vertragsverhandlungen hinausgeht, eine Unterstützungshandlung sei, weil sie das Risiko des Bieters mildere und daher bei wirtschaftlicher Betrachtung eine Sicherheit darstelle².

Dem ist entgegenzuhalten, dass § 71a AktG zwar das mit der Bestellung einer Sicherheit einhergehende Risiko der Inanspruchnahme sanktioniert, diese Sanktion aber voraussetzt, dass der Erwerbsinteressent Aktionär wird. Bei der *break fee*-Vereinbarung sind hingegen sowohl die Inanspruchnahme als auch der Erwerb der Aktien bedingt – und zwar typischerweise so, dass sie sich gegenseitig ausschließen³. Hier- nach kommt ein Verstoß gegen § 71a AktG nicht in Betracht. Wenn man diesem Argument nicht folgen will, ist zu berücksichtigen, dass das *break fee*-Versprechen die Qualität einer wirtschaftlichen Sicherheit – wenn überhaupt – erst dann gewinnen kann, wenn es dazu dient, die mit dem Angebot verbundenen finanziellen Risiken des Bieters auf die Zielgesellschaft abzuwälzen⁴ oder wenn der Versuch des Aktien-erwerbs wegen der mangelnden Finanzkraft des Bieters ohne das *break fee*-Versprechen ausgeschlossen bzw. wesentlich erschwert gewesen wäre⁵. Dagegen wäre pau- schalierter Kostenersatz eine Zielsetzung, die mit dem Kapitalerhaltungszweck des § 71a AktG vereinbar wäre, solange die finanziellen Risiken des Angebots im Wesentlichen vom Bieter getragen werden. Jedenfalls dann, wenn die Höhe der *break fees* 1 % des Transaktionswertes nicht übersteigt und folglich 99 % der mit dem An- gebot verbundenen finanziellen Risiken beim Bieter verbleiben, wäre das *break fee*-Versprechen regelmäßig mit § 71a Abs. 1 AktG vereinbar⁶. Weil aber auch diese Pro- zentzahlen im Einzelfall zu hoch (*overinclusive*) oder zu niedrig (*underinclusive*) angesetzt sein können⁷, wird man die Angemessenheit jeder *break fee* unter Abwägung aller Umstände sorgfältig prüfen müssen⁸.

Anderes muss gelten, wenn das *break fee*-Versprechen darauf abzielt, dass der po- tentielle Bieter während der Vorbereitungsphase Aktien erwirbt, die er nach dem Scheitern der Übernahme behalten darf. Wenn die *break fees* aus dem Vermögen der Gesellschaft abfließen, ist in der Tat die Frage aufgeworfen, ob nicht die Zielgesell- schaft den Erwerb dieser Aktien im Vorgriff auf das in den Blick genommene öffent-

1 *Saywell/Gamble*, PLC 12/1999, 31, 34 f.

2 *Oechsler* in MünchKomm. AktG, § 71a Rz. 29; *Hilgard*, BB 2008, 286, 293; in der Tendenz auch *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 629 im Anschluss an die Literatur zum englischen Recht (etwa *Saywell/Gamble*, PLC 12/1999, 31, 34 f.); ähnlich *Hüffer*, § 71a AktG Rz. 2; *Lutter/Drygala* in KölnKomm. AktG, § 71a Rz. 7, 13 (Übernahme eines Risikos könne Unterstützung darstellen).

3 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1467; *Hilgard*, BB 2008, 286, 293 f.; *Fleischer*, AG 2009, 345, 353.

4 *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, Public Company Takeovers, S. 183.

5 Dazu LG Paderborn v. 28.4.2000 – 2 O 132/00, NZG 2000, 899; *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 629; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 34; *Fleischer*, AG 2009, 345, 353.

6 *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 628; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 35; *Hilgard*, BB 2008, 286, 292; *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 178; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 204; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1556.

7 *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 564; *Fleischer*, AG 2009, 345, 351.

8 *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1556.

liche Angebot finanziert hat¹. Ein Verstoß gegen § 71a AktG scheidet jedoch aus, wenn eine solche gemeinsame Zielsetzung fehlt. Insbesondere bei abredewidrigem Aktienerwerb fehlt es an dem in § 71a AktG vorausgesetzten funktionalen Zusammenhang zwischen der Unterstützung und dem Erwerb².

- 81 Das **Verbot der Einlagenrückgewähr** (§ 57 Abs. 1 AktG) untersagt nicht nur die offene, sondern auch die durch andere Rechtsgeschäfte verdeckte Rückgewähr von Gesellschaftsvermögen an die Aktionäre³. Es ist nicht nur auf Leistungen an gegenwärtige Aktionäre anwendbar, sondern auch auf Leistungen an künftige Aktionäre, sofern die Leistung der Gesellschaft im Hinblick auf den geplanten Aktienerwerb erbracht wird⁴. Insofern gilt allerdings das Gleiche wie bei § 71a Abs. 1 AktG: Wenn sich die Zahlung der *break fees* und der Erwerb der in Frage stehenden Aktien gegenseitig ausschließen, kommt ein Verstoß gegen § 57 AktG nicht in Betracht – die Zahlungsverpflichtung entsteht ja nur dann, wenn das Übernahmeangebot scheitert⁵. Das *break fee*-Versprechen kann selbst dann mit § 57 AktG im Einklang stehen, wenn der Bieter bereits Aktionär ist; dies setzt aber voraus, dass die Zahlung an den Aktionär nicht wegen seiner Mitgliedschaft erfolgt⁶.
- 82 Wenn man dagegen bereits die Übernahme des Kostenrisikos grundsätzlich für bedenklich hält, beurteilt sich die Zulässigkeit des *break fee*-Versprechens anhand der Höhe der versprochenen Zahlung, denn Umsatzgeschäfte zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären, bei denen der Leistung der Gesellschaft eine angemessene Gegenleistung des Aktionärs gegenübersteht, so dass sie auch zwischen fremden Dritten hätten abgeschlossen sein können, sind mit § 57 Abs. 1 AktG vereinbar⁷. Demnach wäre eine *break fee*-Vereinbarung, die einem vom Vorstand mit nachvollziehbaren Gründen für wirtschaftlich sinnvoll gehaltenen Zweck dient und der Höhe nach angemessen ist, regelmäßig mit § 57 Abs. 1 AktG vereinbar⁸.
- 83 Ferner ist der Vorstand auf das **Interesse der Gesellschaft** verpflichtet und unterliegt dem Verbot der Vorwegbindung. Vor dem Hintergrund, dass eine Aktiengesellschaft grundsätzlich kein Interesse daran hat, wer ihre Aktionäre sind⁹, dürfte die Zulässigkeit des *break fee*-Versprechens voraussetzen, dass die geplante Transaktion für die Zielgesellschaft Vorteile birgt, die über die bloße Änderung der Zusammensetzung

1 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1461, 1467; *Fleischer*; ZHR 172 (2008), 538, 566.

2 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1461 (Fn. 145); allgemein zum Erfordernis des übereinstimmenden Parteiwillens *Oechsler* in MünchKomm. AktG, § 71a Rz. 29.

3 *Henze* in Großkomm. AktG, § 57 Rz. 39 ff.; *Drygala* in KölnKomm. AktG, § 57 Rz. 37.

4 OLG München v. 13.11.2007 – XI ZR 294/07, NZG 2008, 106, 106; *Henze* in Großkomm. AktG, § 57 Rz. 80; *Hüffer*, § 57 AktG Rz. 14; *Drygala* in KölnKomm. AktG, § 57 Rz. 82; *Bayer* in MünchKomm. AktG, § 57 Rz. 57; *Wiesner* in MünchHdb. AG, § 16 Rz. 49.

5 *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L. II.2, Anm. 19, S. 1558.

6 *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1493; *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 175; auf ein neutrales Drittgeschäft abstellend *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 33; auf das Gesellschaftsinteresse abstellend *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 565.

7 *Henze* in Großkomm. AktG, § 57 Rz. 35; *Drygala* in KölnKomm. AktG, § 57 Rz. 115.

8 *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 629; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L. II.2, S. 1558; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 33.

9 *Lutter* in KölnKomm. AktG, § 186 Rz. 74; *Lutter*, ZIP 1997, 613, 616 ff.; *Hopt*, ZGR 1993, 534, 545 ff.; *Hopt*, ZGR 2002, 333, 363; *Roschmann/Frey*, AG 1996, 449 ff.; *Schroeder*, DB 1997, 2161 ff.; *Ziemons*, AG 1999, 492, 495; offener *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258, 259; *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1490 f.; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 563.

des Aktionärskreises hinausgehen¹. In Betracht kommen etwa die Ersparnis von Kosten aufgrund von Skaleneffekten, Synergien aus dem Zusammenschluss mit einem strategischen Investor² oder der Zugang zu den finanziellen Ressourcen und Kontakten eines Finanzinvestors³. Unter diesen Umständen dürften gegen *break fee*-Versprechen, die nach Art, Umfang und Betrag der Zusage darauf beschränkt sind, die dem Bieter entstanden Kosten zu ersetzen, keine Bedenken bestehen⁴. Dagegen überschreitet der Vorstand seine Geschäftsführungsbefugnis, wenn die versprochenen *break fees* ein solches Gewicht besitzen, dass seine künftigen Ermessensentscheidungen und insbesondere seine Stellungnahme gemäß § 27 nur noch zugunsten des Empfängers der *break fees* ausfallen können, auch wenn sich neue Alternativen ergeben, die im Hinblick auf die Interessen der Gesellschaft der Transaktion mit dem Empfänger der *break fees* klar überlegen sind⁵. Bei derartig hohen *break fees* verstößt der Vorstand gegen das Verbot der Vorwegbindung⁶. Im Übrigen gelten dieselben Maßstäbe wie für andere Maßnahmen der Übernahmephylaxe (siehe hierzu § 33 Rz. 243 ff.).

In **übernahmerechtlicher Hinsicht** können *break fee*-Vereinbarungen unter den Gesichtspunkten des Verhinderungsverbots gemäß § 33 Abs. 1 und der Verpflichtung des Vorstands und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft auf das Interesse der Zielgesellschaft gemäß § 3 Abs. 3 problematisch sein. Ein Verstoß gegen eine vermeintliche Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Gleichbehandlung verschiedener Bieter kommt nicht in Betracht, weil eine solche Verpflichtung nach zutreffender Auffassung nicht existiert⁷. Für eine derartige Gleichbehandlungspflicht lässt sich zwar das Argument anführen, dass die Vereinbarung einer *break fee* potentielle weitere Bieter von der Abgabe konkurrierender Angebote abhalten und so den Wettbewerb auf dem Markt für Unternehmenskontrolle verzerren könnte⁸. Die besseren Argumente sprechen jedoch gegen eine Pflicht zur Bietergleichbehandlung: Die Verpflichtung, einem Bieter versprochene *break fees* auch anderen Bietern versprechen zu müssen, käme einem kapitalmarktrechtlichen Kontrahierungszwang gleich. Wirtschaftlich gesehen würde dies darauf hinauslaufen, dass die Zielgesellschaft konkurrierende Angebote subventionieren müsste⁹. Dies könnte „Trittbrettfahrer“ dazu animieren, ein nicht ernstgemeintes Angebot abzugeben, um im Fall des (gewünschten) Scheiterns die

1 *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 628; *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, Public Company Takeovers in Germany, S. 182; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 563; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 33.

2 *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1557; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 33.

3 *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, Public Company Takeovers in Germany, S. 182; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 563.

4 *Hopt*, ZGR 2002, 333, 363; *Guinomet*, Break fee-Vereinbarungen, 2003, S. 245 ff.; *Ziegler/Stancke*, M&A Review 2008, 28, 32 f.; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1557; *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 174; wohl auch *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 628; großzügiger *Banerjea*, DB 1489, 1490 f.; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1459 f.

5 Ähnlich *Hopt*, ZGR 2002, 333, 363.

6 *Fleischer* in *Fleischer*, Hdb. Vorstandsrecht, § 1 Rz. 60; *Mertens/Cahn* in KölnKomm. AktG, § 76 Rz. 49 f.

7 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1458; *Hilgard*, BB 2008, 286, 292; *Fleischer*, ZHR 172 (2008), 538, 563; *Drinkuth* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 171; a.A. *Hirte* in KölnKomm. WpÜG, § 33 Rz. 59; im Ansatz auch *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 656 (im Ergebnis aber wie hier).

8 *Fleischer*, AG 2009, 345, 349.

9 *Fleischer*, AG 2009, 345, 349.

break fee zu kassieren. Diese Situation wäre mit dem Prinzip, dass die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum in ihrer Geschäftstätigkeit behindert werden darf (§ 3 Abs. 4), nicht zu vereinbaren.

- 84a Das **Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 Satz 1** ist erst nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots anwendbar (siehe § 33 Rz. 62 ff.), gilt also nur für *break fee*-Vereinbarungen, die eine Abwehrfusion oder ein Konkurrenzangebot flankieren¹. Der Abschluss der *break fee*-Vereinbarung durch den Vorstand der Zielgesellschaft kann im Einzelfall eine Handlung sein, durch die der Erfolg des ursprünglichen Angebots verhindert werden könnte². Dies setzt aber voraus, dass die vereinbarten *break fees* so massiv in die Vermögenssubstanz der Gesellschaft eingreifen, dass den Aktionären keine andere Wahl bleibt, als für die Abwehrfusion zu stimmen bzw. das von den *break fees* flankierte konkurrierende Angebot anzunehmen³.
- 85 Wenn die *break fee*-Vereinbarung verhindernde Wirkung besitzt, stellt sich die Frage, ob sie durch einen der Ausnahmetatbestände des § 33 legitimiert sein kann. Aus § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 2 lässt sich diese Legitimation nicht herleiten, denn die Vorschrift privilegiert nur die Suche nach einem konkurrierenden Bieter, nicht aber die Flankierung seines Angebots durch *break fees*⁴. Eine Legitimation gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 1 wird sich regelmäßig verbieten, weil der Vorstand durch die Vereinbarung einer *break fee* in der hier fraglichen Höhe die Grenzen seiner Geschäftsführungsbefugnis überschreiten dürfte⁵. Eine Rechtfertigung auf der Grundlage des § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 wäre grundsätzlich möglich, kann aber – weil § 33 Abs. 1 Satz 2 keine Handlungsspielräume jenseits des Aktienrechts eröffnet – nur solche Abreden legitimieren, die aktienrechtlich zulässig sind. Flankieren die *break fees* eine geplante Abwehrfusion, überschreitet der Vorstand seine Geschäftsführungsbefugnis, wenn die Hauptversammlung wegen des *break fee*-Versprechens faktisch keine andere Wahl hat, als der Abwehrfusion zuzustimmen⁶. Unterstützen die *break fees* dagegen ein konkurrierendes Angebot, ist es eine Frage des Einzelfalls, ob der Aufsichtsrat den Vorstand gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 vom Verhinderungsverbot befreien kann oder aus aktienrechtlichen Gründen hieran gehindert ist⁷.
- 85a Auch nach dem übernahmerechtlichen Grundsatz gemäß § 3 Abs. 3 ist der Vorstand der Zielgesellschaft zur Wahrung des **Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses** verpflichtet. Er verletzt diese Pflicht, wenn die vereinbarte *break fee* nach Art und Höhe so schwerwiegend wäre, dass sich der Vorstand in der Stellungnahme gemäß § 27 nur noch zugunsten des Gläubigers der *break fee* aussprechen könnte.

1 *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1495 f.; wohl auch *Drygala*, WM 2004, 1457, 1458, 1462; a.A. *Hopt*, ZGR 2002, 333, 363, der § 33 allerdings nicht für anwendbar, sondern für „tangiert“ hält, weil die zugesagten Unterstützungshandlungen während der Annahmefrist vorgenommen werden sollen und sich der Vorstand insoweit nicht präjudizieren dürfe.

2 Für das Vereinigte Königreich vgl. Panel Statement 1999/10 (16.7.1999).

3 *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1496; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1465; *Hilgard*, BB 2008, 286, 292; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1558.

4 *Krieger* in RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2001, S. 289, 314; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 5; *Röh* in FrankfKomm. WpÜG, § 33 Rz. 79; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1465.

5 *Guinomet*, Break fee-Vereinbarungen, 2003, S. 192 ff.; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1465.

6 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1460 f.

7 Beispiele bei *Drygala*, WM 2004, 1457, 1466; *Thoma* in Baums/Thoma, § 11 Rz. 25; *Seibt* in Formularhandbuch M&A, 2. Aufl. 2011, L.II.2, S. 1559.

Ein *break fee*-Versprechen, das gegen das Verbot der finanziellen Unterstützung des 85b
Aktienwerbs verstößt (§ 71a Abs. 1 AktG), ist **nichtig**¹. Verstößt die *break fee*-
vereinbarung gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 Abs. 1 AktG), ist bei offe-
ner wie verdeckter Leistung zumindest das Verpflichtungsgeschäft nichtig². Hand-
lungen des Vorstands, die dem Interesse der Gesellschaft zuwiderlaufen, sind im
Außenverhältnis grundsätzlich wirksam³. Allerdings können die Vorstandsmitglie-
der gemäß § 93 Abs. 2 AktG persönlich haftbar sein⁴. Im Übrigen kann die BaFin für
vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen das Verhinderungsverbot des § 33
Geldbußen gemäß § 60 Abs. 1 Nr. 8 verhängen (siehe hierzu und zu zivilrechtlichen
Ansprüchen § 33 Rz. 299 ff.).

Ob der Bieter oder die Zielgesellschaft zur **Offenlegung** der *break fee*-Vereinbarung 86
verpflichtet sind, ist im Gesetz nicht angesprochen. In den Katalogtatbeständen für
den Inhalt der Angebotsunterlage (§ 11 Abs. 2 i.V.m. § 2 WpÜG-AngVO) und der be-
gründeten Stellungnahme (§ 27 Abs. 1 Satz 2) sind *break fee*-Vereinbarungen nicht
erwähnt. Weil die Angebotsunterlage die Angaben enthalten muss, die notwendig
sind, um den Wertpapierinhabern eine Entscheidung „in Kenntnis der Sachlage“
(§ 11 Abs. 1 Satz 2) zu ermöglichen, und weil diese Angaben „richtig und vollstän-
dig“ sein müssen (§ 11 Abs. 1 Satz 3), wird – nicht zu Unrecht – vertreten, dass die
break fee-Vereinbarung in der Angebotsunterlage offen zu legen ist⁵. Noch wichtiger
erscheint die Offenlegung in der Stellungnahme des Vorstands gemäß § 27, denn die
Tatsache, dass sich der Vorstand an einen bestimmten Bieter gebunden und dies mit
einer *break fee*-Vereinbarung flankiert hat, gehört zu den Umständen, die der Aktio-
när kennen muss, um die Stellungnahme zutreffend beurteilen zu können (siehe
hierzu § 27 Rz. 57).

Ob der Abschluss der *break fee*-Vereinbarung **Publizitätspflichten** des Bieters oder 87
der Zielgesellschaft auslöst, ist zweifelhaft. Für die Publizitätspflicht **des Bieters** ge-
mäß § 10 Abs. 1 käme es darauf an, ob sich im Abschluss der *break fee*-Vereinbarung
die Entscheidung zur Durchführung der Transaktion manifestiert. Dies ist eine Frage
des Einzelfalls⁶; die Annahme, die *break fee*-Vereinbarung verkörpere stets die Ent-
scheidung zur Abgabe des Angebots⁷, erscheint zu weitgehend. Wenn der Bieter eine
börsennotierte Gesellschaft ist, stellt sich darüber hinaus die Frage, ob der Abschluss
der *break fee*-Vereinbarung gemäß § 15 Abs. 1 WpHG ad hoc-publizitätspflichtig ist.
Das gegebenenfalls kursrelevante und daher offen zu legende Ereignis i.S.d. § 13
WpHG ist im Regelfall nicht der Abschluss der *break fee*-Vereinbarung, sondern die
Entscheidung zur Abgabe des Angebots. Weil gemäß § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG auch
solche Umstände als Insiderinformation gelten, bei denen mit hinreichender Wahr-
scheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten wer-

1 Hilgard, BB 2008, 286, 294; zur Nichtigkeit des Kausalgeschäftes: Hüffer, § 71a AktG Rz. 4; Lutter/Drygala in KölnKomm. AktG, § 71a Rz. 50; Oechsler in MünchKomm. AktG, § 71a Rz. 40; a.A. Cahn in Spindler/Stilz, § 71a AktG Rz. 50 (Nichtigkeit auch des Erfüllungsgeschäfts).

2 Hüffer, § 57 AktG Rz. 23; Drygala in KölnKomm. AktG, § 57 Rz. 132; Oechsler in MünchKomm. AktG, § 57 Rz. 157; Henze in Großkomm. AktG, § 57 Rz. 201 ff.; Cahn in Spindler/Stilz, § 71a AktG Rz. 73.

3 Hüffer, § 82 AktG Rz. 3, 14; Spindler in MünchKomm. AktG, § 82 Rz. 27, 45; Fleischer in Spindler/Stilz, § 82 AktG Rz. 37.

4 Hüffer, § 93 AktG Rz. 11 ff.; Oechsler in MünchKomm. AktG, § 93 Rz. 20 ff.; Fleischer in Spindler/Stilz, § 93 AktG Rz. 176 ff.

5 Hopt, ZGR 2002, 333, 363.

6 Hopt, ZGR 2002, 333, 342 (Fn. 26).

7 So Sieger/Hasselbach, BB 2000, 625, 630; zurückhaltender Banerjee, DB 2003, 1489, 1497.

den, ist im Einzelfall zu prüfen, ob die Entscheidung zur Abgabe des Angebots beim Abschluss der *break fee*-Vereinbarung hinreichend wahrscheinlich bevorsteht. Ist dies zu bejahen, besteht grundsätzlich eine Ad hoc-Publizitätspflicht; § 10 Abs. 6 entfaltet insoweit keine Sperrwirkung¹, liefert aber einen klaren Anhaltspunkt dafür, dass der Aufschub der Ad hoc-Mitteilung gemäß § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG zum Schutz der berechtigten Interessen des Bieters erforderlich ist. Demnach bräuchte der Bieter bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen des § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG unmittelbar nach dem Abschluss der *break fee*-Vereinbarung keine Ad hoc-Mitteilung zu veröffentlichen.

- 88 Wenn man mit der nach dem Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes vom 28.10.2004² herrschenden Auffassung³ davon ausgeht, dass die Ad hoc-Publizitätspflicht der **Zielgesellschaft** durch § 10 Abs. 6 nicht gesperrt wird, stellt sich die Frage, ob der Abschluss der *break fee*-Vereinbarung eine Insiderinformation ist, die sie gemäß § 15 Abs. 1 WpHG veröffentlichen muss. Das kursrelevante und daher offen zu legende Ereignis i.S.d. § 13 WpHG ist im Regelfall nicht der Abschluss der *break fee*-Vereinbarung, sondern die endgültige Entscheidung der Parteien, die „freundliche“ Übernahme der Zielgesellschaft durchzuführen⁴. Jedoch gelten gemäß § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG auch solche Umstände als Insiderinformation, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Folglich kommt es entscheidend darauf an, ob im Zeitpunkt des Abschlusses der *break fee*-Vereinbarung die Entscheidung zur Durchführung der Transaktion hinreichend wahrscheinlich ist. Auch dies ist eine Frage des Einzelfalls⁵. Sollte der Abschluss der *break fee*-Vereinbarung die Qualität der Insiderinformation besitzen, wäre die Zielgesellschaft, weil sie als Partei der *break fee*-Vereinbarung von der Insiderinformation unmittelbar betroffen ist, grundsätzlich gemäß § 15 Abs. 1 WpHG veröffentlichungspflichtig⁶. Weil die Entscheidung zur Durchführung des Angebots nicht getroffen, sondern nur hinreichend wahrscheinlich sein muss, kann die Veröffentlichungspflicht der Zielgesellschaft im Einzelfall eintreten, bevor der Bieter die Entscheidung zur Abgabe des Angebots veröffentlichen muss. Weil es nicht im Interesse der Zielgesellschaft liegt, sich der Öffentlichkeit als Übernahmekandidatin zu präsentieren, bevor der Bieter sich endgültig zur Abgabe seines Angebots entschieden hat, ist die Zielgesellschaft bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen des § 15 Abs. 3 WpHG berechtigt, von der Veröffentlichung abzusehen. Dass die Ad hoc-Mitteilung der Zielgesellschaft die Tatsache der Vereinbarung einer *break fee*, deren Auslöser und deren Höhe enthalten muss⁷, erscheint nicht zutreffend. Mitzuteilen ist das kursrelevante Ereignis. Dies ist im Regelfall nur die Tatsache, dass das Angebot hinreichend wahrscheinlich bevorsteht.

1 Wohl auch *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 651, 652.

2 BGBl. I 2004, 2630.

3 Zur Rechtslage vor Inkrafttreten des AnSVG vgl. *Hopt*, ZGR 2002, 333, 344 f.; *Schäfer* in *Schäfer/Dreyling*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2002, Rz. 468; *von Riegen*, ZHR 167 (2003), 702, 729 f.; zur Rechtslage nach Inkrafttreten des AnSVG *Hirte* in *KölnKomm. WpÜG*, § 10 Rz. 103; *Thoma* in *Baums/Thoma*, § 10 Rz. 118.

4 *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 630; *Hopt*, ZGR 2002, 333, 342 f.; *Banerjea*, DB 2003, 1489, 1497 f.

5 *Hopt*, ZGR 2002, 333, 342 (Fn. 26).

6 So schon zur Rechtslage vor dem Inkrafttreten des AnSVG *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 153 (Fn. 75); *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 449, 452.

7 Dafür *Sieger/Hasselbach*, BB 2000, 625, 630.

2. Vereinbarungen mit Aktionären (*irrevocables*)

Nicht nur zur Verbesserung der Ausgangsbedingungen gegenüber möglichen konkurrierenden Angeboten, sondern auch ganz allgemein zur Sicherstellung einer hohen Annahmquote wird ein Bieter typischerweise daran interessiert sein, sich schon vor der Veröffentlichung seiner Entscheidung zur Abgabe des Angebots möglichst viele Wertpapiere der Zielgesellschaft sichern. Soweit dem Bieter die Aktionärsstruktur der Zielgesellschaft bekannt ist, wird es in seinem Interesse liegen, jedenfalls mit den Inhabern der größten Aktienpakete Vereinbarungen über die Veräußerung der Aktien an ihn zu treffen. Wenn es sich um eine begrenzte Zahl von Aktionären handelt und diese als Verkäufer objektiv in Frage kommen, liegt hierin kein Verstoß gegen das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG¹.

Dem **Inhalt** von Vereinbarungen mit Aktionären der Zielgesellschaft sind nur wenige Grenzen gesetzt². Soweit der sofortige Erwerb der Wertpapiere vorgesehen ist, werden bei Überschreiten der relevanten Schwellenwerte die Mitteilungspflichten gemäß § 21 Abs. 1 WpHG und bei Erreichen bzw. Überschreiten von 30 % der Stimmrechte die Veröffentlichungspflicht gemäß § 35 Abs. 1 und die Pflicht zur Abgabe eines öffentlichen Angebots gemäß § 35 Abs. 2 ausgelöst. Die Einräumung einer dinglichen Call-Option hätte wegen der Zurechnungstatbestände in § 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG und § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 die gleichen Rechtsfolgen (siehe hierzu § 30 Rz. 111 ff.). Wenn der Bieter am frühzeitigen Beteiligungserwerb (und ggf. an der Abgabe eines Pflichtangebots) nicht interessiert ist, kommt der Abschluss schuldrechtlicher Vereinbarungen in Betracht, die den Wertpapierinhaber verpflichten, seine Wertpapiere an den Bieter zu veräußern – also Kaufverträge, schuldrechtliche Call-Optionen oder unwiderrufliche Zusagen von Wertpapierinhabern, ihre Aktien dem Bieter im Zuge des öffentlichen Angebots anzudienen (*irrevocables*)³. Diese Vereinbarungen sind unter den Voraussetzungen der §§ 25, 25a WpHG offen zu legen⁴. Im Übrigen sind insbesondere § 10 Abs. 1 Satz 1 und § 31 Abs. 6 i.V.m. § 31 Abs. 2–4 und § 4 WpÜG-AngVO zu beachten: § 10 Abs. 1 Satz 1 zwingt den Erwerber – wenn sich in der Vereinbarung eine endgültige Entscheidung zur Abgabe eines Angebots manifestiert – zur unverzüglichen Veröffentlichung dieser Entscheidung; § 31 Abs. 6 regelt i.V.m. § 31 Abs. 2–4 und § 4 WpÜG-AngVO die Relevanz der vereinbarten Gegenleistung für die im öffentlichen Angebot vorzusehende Gegenleistung.

Im Zusammenhang mit konkurrierenden Angeboten stellt sich die Frage, ob die Wertpapierinhaber, die mit dem ursprünglichen Bieter eine Vereinbarung über die Veräußerung ihrer Wertpapiere geschlossen haben, analog § 22 Abs. 3 zum **Rücktritt** von ihren Zusagen berechtigt sind⁵. Dies ist **zu verneinen**, weil die Wertpapierinhaber, die derartige Vereinbarungen abschließen, nicht schutzbedürftig sind. Dem kann auch nicht entgegengehalten werden, dass das Rücktrittsrecht nicht nur dem Inter-

1 Hopt, ZGR 2002, 333, 339 f.; von Riegen, ZHR 167 (2003), 702, 727 f.

2 Zu verschiedenen Gestaltungen vgl. von Riegen, ZHR 167 (2003), 702, 711 ff., 717 ff.

3 Zu *irrevocables* eingehend von Riegen, ZHR 167 (2003), 702; zur englischen Praxis Paul/Horan, European Lawyer, July/August 2002, S. 5, 6; Stern in Takeovers and Mergers in the European Union, 3. Aufl. 2001, S. 525, 544 (Ziff. 16. 7. 8).

4 Krause, AG 2011, 469, 479; Cascante/Bingel, NZG 2011, 1086, 1094 f.; zu *irrevocables* BaFin, FAQ (23.1.2012), http://www.bafin.de/SharedDocs/FAQs/DE/WA_Meldepflichten_wphg25/faq_wphg25a_06_irrevocables.html (Abruf 7.11.2012).

5 In Frankreich und Italien sind die mit dem ursprünglichen Bieter geschlossenen Vereinbarungen mit Veröffentlichung des konkurrierenden Angebots gegenstandslos; vgl. Art. 232-10 Abs. 2 Règlement Général AMF; siehe auch Paul/Horan, European Lawyer, July/August 2002, S. 5, 6.

se einzelner Aktionäre diene, sondern auch dem Interesse der konkurrierenden Bieter und der „freien“ Aktionäre¹, über deren Schutz gebundene Aktionäre nicht zu verfügen berechtigt sind². Würde man das Rücktrittsrecht auch auf *irrevocables* ausdehnen, bestünde die Gefahr, dass Bieter, die sich nicht auf Vorfeldzusagen verlassen können, ihre Angebotsvorhaben angesichts der finanziellen Risiken nicht realisieren. Dies würde dem Markt für Unternehmenskontrolle schaden³. Zudem wäre selbst bei Anerkennung eines Rücktrittsrechts des Wertpapierinhabers fraglich, ob konkurrierenden Bietern damit gedient wäre: Es ist nämlich nicht gewährleistet, dass die Gebundenen auch von ihrem Rücktrittsrecht Gebrauch machen⁴. Weil Wertpapierinhaber zum Abschluss von *irrevocables* nicht gezwungen sind, können sie die aus ihrer Sicht erforderlichen Bedingungen und Rücktrittsrechte mit dem Bieter frei aushandeln⁵. Denkbar wäre daher etwa die Vereinbarung eines zeitlich begrenzten Rücktrittsrechts für den Fall, dass ein konkurrierendes Angebot mit einer signifikant höheren (betragsmäßig definierten) Gegenleistung abgegeben wird. Soweit die Wertpapierinhaber ihre Aktien in das öffentliche Angebot „hineinverkauft“ haben, können sie von den so zustande gekommenen Kaufverträgen selbstverständlich gemäß § 22 Abs. 3 zurücktreten; sie verletzen damit aber ihre Pflichten nach dem *irrevocable*, wenn nicht die Voraussetzungen vorliegen, unter denen sie sich den Rücktritt vorbehalten haben.

- 92 Anlässlich der **Umsetzung der Übernahmerichtlinie** stellt sich die Frage, ob Kaufverträge und *irrevocables* von der Durchgriffsregel (§ 33b Abs. 2 Nr. 1 Alt. 3) (hierzu § 33b Rz. 22 ff.) erfasst werden. Gemäß § 33b Abs. 2 Nr. 1 Alt. 3 gelten „zwischen Aktionären vereinbarte Übertragungsbeschränkungen von Aktien“, während der Annahmefrist nicht gegenüber dem Bieter. Wenn der Bieter bereits Wertpapiere der Zielgesellschaft erworben hat und somit Wertpapierinhaber im Sinne der Richtlinie ist, ließe sich argumentieren, dass der Abschluss eines Kaufvertrags bzw. die Vereinbarung eines *irrevocable* den anderen Wertpapierinhaber daran hindert, seine Wertpapiere an einen *konkurrierenden* Bieter zu veräußern. Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass Kaufverträge und *irrevocables* auf die Veräußerung der Aktien abzielen und somit Übernahmen fördern, während nach der ratio legis des § 33b nur solche Vereinbarungen dem Durchgriff unterliegen sollen, die generell auf die Verhinderung von Übernahmen abzielen⁶.
- 93 Der **ursprüngliche Bieter** wird daran interessiert sein, eventuell erworbene **Wertpapiere an den konkurrierenden Bieter zu veräußern**, wenn abzusehen ist, dass das konkurrierende Angebot erfolgreich sein wird. Dem steht nichts entgegen: Soweit ihm Aktien der Zielgesellschaft gehören, kann er das Angebot des konkurrierenden Bieters annehmen. Soweit ihm Aktien angedient werden und er, weil er sich nicht durch eine Akzeptanzschwelle geschützt hat, nach Ablauf der Annahmefrist Eigen-

1 *Oechsler* in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 13.

2 *Thun* in Geibel/Süßmann, § 22 Rz. 46; *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 26 ff., spricht sich für eine Unwirksamkeit jeglicher Formen von außerhalb des öffentlichen Angebots gemachten Absprachen (u.a. *irrevocables* mit Vertragsstrafen) aus, die geeignet sind, die gesetzlichen Vorgaben für Pflichtangebote zu umgehen; *Oechsler* in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 22 Rz. 13 (aber unklar, ob Rücktrittsausschluss nur für Angebotsunterlage oder darüber hinaus gelten soll).

3 *Bachmann* in Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 215.

4 *Bachmann* in Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, S. 191, 216; *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 22 Rz. 27.

5 *Krause*, AG 2011, 469, 479; so auch die Praxis in Großbritannien; vgl. *Paul/Horan*, European Lawyer, July/August 2002, S. 5, 6.

6 *Kiem* in Baums/Thoma, § 33b Rz. 18.

tum an diesen Aktien erwirbt, wird die Gelegenheit zum „Durchhandeln“ regelmäßig während der weiteren Annahmefrist des konkurrierenden Angebots bestehen.

II. Due Diligence bei konkurrierenden Angeboten

Bieter sind typischerweise daran interessiert, vor der Bekanntgabe der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots eine Due Diligence bei der Zielgesellschaft durchzuführen. Bei der Zielgesellschaft fällt die Entscheidung über die Zulassung der Due Diligence nach herrschender Auffassung in die Zuständigkeit des Vorstands¹, der hierüber nach eigenem Ermessen grundsätzlich einstimmig² zu entscheiden hat (zu Einzelheiten siehe § 35 Rz. 241). Die Verschwiegenheitspflicht gemäß § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG und, soweit Zugang zu Insiderinformationen gewährt wird, das Weitergabeverbot gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG stehen der Zulassung der Due Diligence nicht *per se* entgegen³, bilden aber einen bedeutsamen Gesichtspunkt im Rahmen der vom Vorstand zu treffenden Gesamtabwägung⁴. Ermessensleitender Orientierungspunkt im Rahmen der Abwägung ist das Gesellschaftsinteresse⁵.

Wie sich der Vorstand der Zielgesellschaft zu verhalten hat, wenn ein „freundlicher“ Bieter eine Due Diligence durchgeführt hat und sodann ein konkurrierender **feindlicher Bieter die Durchführung einer Due Diligence verlangt**⁶ oder wenn ein „feindliches“ Angebot angekündigt worden ist und der vom Vorstand angesprochene potentielle „weiße Ritter“ vor der Ankündigung seines konkurrierenden Angebots eine Due Diligence durchführen will, ist im WpÜG nicht angesprochen. Ob sich die Zielgesellschaft gegenüber einem Bieter verpflichten kann, konkurrierenden Bietern die Durchführung einer Due Diligence zu verweigern, ist im WpÜG nicht geregelt. Diese Fragen erscheinen durchaus regelungswürdig⁷. Im Takeover Code⁸, im französischen⁹ und im

1 Roschmann/Frey, AG 1996, 449, 451 f.; K. Mertens, AG 1997, 541 ff.; K.J. Müller, NJW 2000, 3452 ff.; Linker/Zinger, NZG 2002, 497; a.A. Ziemons, AG 1999, 492, 495, 500.

2 K.J. Müller, NJW 2000, 3452, 3453 f.; Ziemons, AG 1999, 492, 500; Linker/Zinger, NZG 2002, 497, 498; a.A. Schroeder, DB 1997, 2161, 2162.

3 So aber Lutter, ZIP 1997, 613, 617; ähnlich Ziemons, AG 1999, 492, 495.

4 Hopt in Großkomm. AktG, § 93 Rz. 213; K. Mertens, AG 1997, 541, 544 ff.; K.J. Müller, NJW 2000, 3452, 3453 f.; Stoffels, ZHR 165 (2001), 362, 371 ff.

5 Hüffer, § 93 AktG Rz. 8; von Falkenhausen in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, S. 93, 99. Insoweit können auch die Interessen einzelner verkaufswilliger Aktionäre an der Offenlegung der im Rahmen der Due Diligence zu erhebenden Informationen berücksichtigt werden, ebenso eventuelle Geheimhaltungsinteressen einzelner Aktionäre, nicht aber persönliche Interessen der Vorstandsmitglieder (etwa am Fortbestand ihrer Organzugehörigkeit); vgl. Fleischer, ZIP 2002, 651, 652; Stoffels, ZHR 165 (2001), 362, 374.

6 Zu dieser Konstellation vgl. etwa die Empfehlung der schweizerischen Übernahmekommission in der Sache Stancroft Trust Limited/Intersport Holding PSC AG vom 11.8.2000, www.takeover.ch; hierzu Wey/Huber, SZW 2001, 144, 146; Panel Statement in der Sache HSBC Holdings plc/Lloyds Bank plc/Midland Bank plc vom 12.5.1992.

7 Wenn man eine Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Gleichbehandlung konkurrierender Bieter gesetzlich verankern wollte, wäre in diesem Rahmen zu regeln, in welchem Umfang der „feindliche“ Bieter einen Anspruch auf Zugang zu den Interna der Zielgesellschaft hat. Die Notwendigkeit der raschen Durchführung des Übernahmeverfahrens und das Interesse der Zielgesellschaft am Schutz vor der Ausforschung durch den „feindlichen“ Bieter legen nahe, das Informationsrecht des „feindlichen“ Bieters nach dem Vorbild der Rule 20.2 des Takeover Code zu begrenzen.

8 Takeover Code, Rule 20.2.

9 Commission des Opérations de Bourse, Recommandation no. 2003–01, abgedr. in Bulletin Mensuel COB, Octobre 2003, no. 383, S. 2, 4 (Sub II–1).

schweizerischen Recht¹ ist vorgesehen, dass die Zielgesellschaft den ursprünglichen und den konkurrierenden Bieter in Bezug auf die Offenlegung gesellschaftsinterner Informationen grundsätzlich gleichbehandeln muss². Auch der Übernahmekodex hatte vorgesehen, dass der Vorstand der Zielgesellschaft nach pflichtgemäßem Ermessen und im Interesse der Wertpapierinhaber verpflichtet ist, anderen Personen als dem ursprünglichen Bieter, die ihrerseits ein ernsthaftes Interesse an der Übernahme der Zielgesellschaft glaubhaft gemacht haben, die gleichen Informationen wie dem ursprünglichen Bieter zur Verfügung zu stellen³. In Österreich⁴ wurde über diese Form der Gleichbehandlung konkurrierender Bieter diskutiert. In anderen Ländern gibt es dagegen, soweit ersichtlich, kein Recht des konkurrierenden Bieters auf Durchführung einer Due Diligence.

- 96 Unter Berufung insbesondere auf den Takeover Code wird auch in Deutschland angenommen, dass die Zielgesellschaft generell⁵ oder unter bestimmten Umständen⁶ zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter verpflichtet sei. Allerdings ist zweifelhaft, ob das Schweigen des WpÜG eine planwidrige Unvollständigkeit des Gesetzes darstellt, die der Ausfüllung durch Analogie oder Rechtsfortbildung zugänglich ist.
- 97 Ob eine Unvollständigkeit des Gesetzes planwidrig ist, ist durch historische und teleologische Auslegung des Gesetzes zu ermitteln⁷. In den verschiedenen **Gesetzentwürfen** und ihren Begründungen ist die Thematik der Durchführung einer Due Diligence bei konkurrierenden Angeboten mit keinem Wort erwähnt. Allerdings müssen dem Gesetzgeber die Regelung im Übernahmekodex⁸ sowie im Takeover Code und im schweizerischen Recht bekannt gewesen sein, denn es ist bekannt, dass die zuständigen Referenten im Bundesministerium der Finanzen ausführliche rechtsvergleichende Erhebungen durchgeführt haben⁹, damit das WpÜG eines seiner wesentlichen Ziele – Orientierung an international üblichen Standards¹⁰ – erreichen konnte¹¹. Dies scheint auf ein beredtes Schweigen hinzudeuten. Außerdem war den Referenten bekannt, dass über die Zulässigkeit der Due Diligence bei Aktiengesellschaften und die zu ihrer Durchführung rechtlich erforderlichen Rahmenbedingungen streitig diskutiert wurde (siehe oben Rz. 94). Ganz offensichtlich wollten die Referenten der (noch nicht zum Ende gekommenen) aktienrechtlichen Diskussion und den dort vorgeschlagenen differenzierenden Lösungen nicht vorgreifen.

1 Art. 49 Abs. 1 UEV-UEK.

2 Näher *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 652 f. Zu beachten ist allerdings, dass der „feindliche“ Bieter gemäß Note 1 on Rule 20.2 Takeover Code gerade nicht die Herausgabe der dem „freundlichen“ Bieter zugänglich gemachten Informationen verlangen kann, sondern spezifische Fragen stellen muss.

3 Art. 2 Abs. 2 Übernahmekodex; hierzu *Kallmeyer*, ZHR 161 (1997), 435, 446 f.; *Zinser*, Übernahmeangebote, S. 186 f.

4 Die h.M. nimmt dort trotz des Fehlens einer gesetzlichen Regelung ein Informationsrecht des konkurrierenden Bieters an; vgl. *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 653 m.w.N.

5 *Hirte*, ZGR 2002, 623, 640; *Hopt*, ZGR 2002, 333, 358; *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 653 f.

6 *Schwennicke* in Geibel/Süßmann, § 3 Rz. 14.

7 *Larenz*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl. 1991, S. 373.

8 Vgl. die Erwähnung des Übernahmekodex in Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.

9 Niederschlag etwa in *Pöttsch/Möller*, WM-Sonderbeilage 2/2000, S. 17, 24, 29.

10 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

11 Deutlich *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 388, mit der Forderung, dass daher die unter dem City Code (und anderen europäischen Übernahmeregeln) gemachten Erfahrungen bei der Auslegung und Kommentierung des WpÜG über das herkömmliche Postulat der Einbeziehung rechtsvergleichender Erfahrungen hinaus zu berücksichtigen seien.

Ob die **Schutzzwecke** des Gesetzes verdeutlichen, dass die Frage der informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter planwidrig ungeregt geblieben ist, ist unsicher. Zu den vom Gesetzgeber formulierten Zielen¹ bzw. den in § 3 niedergelegten allgemeinen Prinzipien gehört die Gleichbehandlung konkurrierender Bieter jedenfalls nicht²: Die Vorschrift des § 3 Abs. 1 verpflichtet zur Gleichbehandlung der „Inhaber der Wertpapiere“, nicht zur Gleichbehandlung mehrerer Bieter³. Das Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 Satz 1 zu einer aktiven Gleichbehandlungspflicht auszubauen⁴, erscheint nicht angängig: Der Schutzzweck des § 33 Abs. 1 besteht darin, den Aktionären die freie Entscheidung über die Annahme eines Angebots bzw. bei Vorliegen mehrerer Angebote die Wahl zwischen den Angeboten zu ermöglichen. Ein Diskriminierungsverbot lässt sich hieraus nicht herleiten⁵. Aus der Mindestannahmefrist (§ 16 Abs. 1), den in der Angebotsunterlage zu veröffentlichenden Angaben (§ 11 Abs. 2) und dem Rücktrittsrecht gemäß § 22 Abs. 3 eine konkurrenzfördernde Grundhaltung des Gesetzes herzuleiten⁶, erscheint sehr weitgehend⁷. Die Vorschriften der § 16 Abs. 1, § 11 Abs. 2 dienen in erster Linie der Gewährleistung eines fairen und geordneten Angebotsverfahrens und der Transparenz für die Wertpapierinhaber; die vierwöchige Mindestannahmefrist mag konkurrierende Angebote ermöglichen – eine Förderung derselben ist nicht erkennbar. Allenfalls § 22 Abs. 3 ist eine konkurrenzfördernde Grundhaltung zu entnehmen. Dass diese verfahrensrechtliche Regelung ihren Zweck verfehlt, wenn ihr nicht eine Regel über den gleichen Informationszugang zur Seite gestellt wird⁸, lässt sich jedenfalls aus praktischer Sicht nicht bestätigen⁹.

Es kommt hinzu, dass der Vorstand der Zielgesellschaft – anders als nach englischem Recht¹⁰ oder dem Recht von Delaware¹¹ – gemäß § 3 Abs. 3 auf das **Interesse der Gesellschaft** verpflichtet ist und in diesem Rahmen zwar die Interessen der Aktionäre an der Wahrnehmung einer attraktiven Veräußerungsmöglichkeit fördern darf, jedoch auch andere in der Gesellschaft zusammenfließende Interessen (etwa von Ar-

1 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 28 (Leitlinien für ein faires und geordnetes *Angebotsverfahren*, Transparenz für *Wertpapierinhaber* und *Arbeitnehmer*, Stärkung der Stellung der *Minderheitsaktionäre*, Orientierung an internationalen Standards – Hervorhebungen vom Verf.).

2 Die informationelle Gleichbehandlung käme den Wertpapierinhabern allerdings indirekt zugute, denn der konkurrierende Bieter könnte nach einer zufriedenstellend verlaufenden Due Diligence wahrscheinlich eine höhere Gegenleistung anbieten, als ihm dies ohne eine Due Diligence möglich wäre; *Cramton/Schwartz*, 7 J.L. Econ & Org. 27, 35 (1991); *Romano* in Hopt/Wymeersch, *European Takeovers*, 1992, S. 3, 36. Gleichwohl erscheint die Auslegung überzogen, dass die *ratio legis* des § 22 auch einen derartigen indirekten Schutz der Wertpapierinhaber umfasse.

3 *Drygala*, WM 2004, 1457, 1463; *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 654; *Drinkuth* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 171.

4 So aber *Hirte*, ZGR 2002, 623, 640; weitere Nachweise bei *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 653.

5 Zutr. *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 654. Selbst wenn man dies anders sehen wollte, müsste die Diskriminierung unter den Voraussetzungen des § 33 Abs. 1 Satz 2 zulässig sein.

6 So *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 653 f.

7 Zutreffend *Drygala*, WM 2004, 1457, 1463.

8 In diesem Sinne *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 654.

9 Den Übernahmekampf um die französische Paribas S.A. im Jahr 1999 konnte die „feindliche“ Banque Nationale de Paris S.A. gegen die „freundliche“ Société Générale S.A. ohne Durchführung einer Due Diligence für sich entscheiden.

10 Vgl. *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 652 f. m.w.N.; von *Falkenhausen* in *Veil*, *Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft*, 2009, S. 93, 102.

11 Vgl. *Rieckers*, RIW 2003, 668, 669; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1463 (jeweils m.w.N.); von *Falkenhausen* in *Veil*, *Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft*, S. 93, 101.

beitnehmern, Gläubigern etc.) berücksichtigen muss (zu Einzelheiten siehe § 3 Rz. 31 ff.)¹. Außerdem befreit das WpÜG den Vorstand nicht von seiner aktienrechtlichen Verpflichtung, die Gestattung der Due Diligence vom Ergebnis der Abwägung der Chancen und Risiken für das Unternehmen abhängig zu machen (siehe oben Rz. 94). Im Rahmen dieser Abwägung hat er zu berücksichtigen, ob es sich bei dem Bieter um einen Wettbewerber oder einen „neutralen“ Finanzinvestor handelt. Wenn gute Gründe des Gesellschaftsinteresses dafür sprechen, darf er dem Finanzinvestor die Due Diligence gestatten und sie dem Wettbewerber verweigern². Wäre er zur Gleichbehandlung der Bieter verpflichtet, könnte er nur einheitlich entscheiden. Wenn also in der Person nur eines Bieters Gründe für die Versagung liegen, dürfte der Vorstand überhaupt keine Due Diligence zulassen. Folglich könnte ein Wettbewerber, nachdem der Vorstand einem Finanzinvestor die Durchführung einer Due Diligence gestattet hat, an den Vorstand herantreten und unter dem Vorbringen, die Abgabe eines konkurrierenden Angebots zu erwägen, gleiche Behandlung verlangen³. Weil der Vorstand niemals sicher sein kann, ob sich nicht zu einem späteren Zeitpunkt ein Wettbewerber meldet, der die Gesellschaft „ausspähen“ könnte, dürfte er als vorsichtiger Geschäftsleiter niemandem eine Due Diligence zu gestatten – vor dem Hintergrund der positiven ökonomischen Effekte einer Due Diligence⁴ ein untragbares Ergebnis.

- 100 Da hiernach die Historie und die Schutzzwecke des WpÜG gegen das Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke sprechen, verbietet sich eine Analogie. Auch wenn man dies rechtspolitisch als wenig befriedigend empfinden mag, muss es jedenfalls *de lege lata* dabei bleiben, dass der Vorstand der Zielgesellschaft nach eigenem, pflichtgemäßen Ermessen über die Gestattung der Due Diligence des „feindlichen“ Bieters entscheidet⁵.

F. Blick über die Grenze

I. Vereinigtes Königreich

- 101 Das Regime konkurrierender Angebote unter dem Takeover Code erschließt sich nicht auf den ersten Blick. Seine Rule 33.1 (Timing and Revision) verweist in Bezug auf die Annahmefrist auf Rule 31 und in Bezug auf Änderungen des konkurrierenden Angebots auf Rule 32. Gemäß Rule 31.6(a)(i) gewährt der Takeover Panel beim Auftreten eines konkurrierenden Angebots regelmäßig eine Ausnahme von der Regel, dass ein Übernahmeangebot spätestens am 60. Tag nach seiner Abgabe *unconditional as to acceptances* geworden sein muss⁶, d.h. der Bieter unter Berücksichtigung

1 Entgegen *Drygala*, WM 2004, 1457, 1463 f., ist die Stellung des Vorstands aber nicht mit der Stellung des Managements einer *Pennsylvania Corporation* vergleichbar, weil ersterer den Beschränkungen des § 33 Abs. 1 unterliegt, während letzterer zu weitreichenden Abwehrmaßnahmen berechtigt ist.

2 *Maier-Reimer*, ZHR 163 (2001), 258, 264 f.; *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 654 f.; *Hirte* in Köln-Komm. WpÜG, § 33 Rz. 77; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1464; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087, 1094; *Seibt*, CFL 2011, 213, 220; *Drinkuth* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Hdb. börsennotierte AG, § 60 Rz. 171.

3 *Hopt*, ZGR 2002, 333, 358; *Hirte* in Köln-Komm. WpÜG, § 33 Rz. 77.

4 Hierzu eingehend *Banerjea*, ZIP 2003, 1730, 1731 f., 1734 ff.

5 So auch *von Nussbaum*, Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft, S. 127; *Drygala*, WM 2004, 1457, 1464 f.; *von Falkenhausen* in *Veil*, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, S. 93, 106.

6 Takeover Code, Rule 31.6 Satz 1.

der ihm angedienten Aktien mehr als 50 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft erworben haben muss¹. Die **Synchronisierung der Annahmefristen** derart, dass der Fristenlauf des konkurrierenden Angebots für beide Angebote maßgeblich ist, ergibt sich erst aus den Anmerkungen zu Rule 31.6².

Die Problematik, dass zwei Bieter, die sich fortlaufend überbieten, die Zielgesellschaft theoretisch unendlich lange „belagern“ können, stellt sich nicht, weil Änderungen eines Angebots nach dem 46. Tag der Annahmefrist nicht mehr zulässig sind³. Maßgeblich ist insofern für beide Bieter der 46. Tag der Annahmefrist des *konkurrierenden* Angebots. Der Takeover Panel muss eine Frist setzen, innerhalb derer die Bieter auf eine Änderung des Angebots des jeweils anderen Bieters, die am 46. Tag erfolgt, noch reagieren können⁴. Im Übrigen genießt der Takeover Panel relativ weites Ermessen, dieses Auktionsverfahren auszugestalten⁵; insbesondere kann er eine Frist für die letztmalige Änderung der Angebote setzen⁶. Ein solches Auktionsverfahren wurde vom Takeover Panel im Bieterwettstreit zwischen der Tata Steel UK Ltd. und der Companhia Siderúrgica Nacional Acquisitions Ltd. um die Corus Group plc durchgeführt⁷.

Die Aktionäre, die das ursprüngliche Angebot angenommen haben, sind erst ab dem 21. Tag nach dem ersten *closing* zum **Rücktritt** berechtigt, sofern nicht das ursprüngliche Angebot bis dahin *unconditional as to acceptances* geworden ist, der Bieter sich bis dahin also schon mehr als 50 % der Stimmrechte gesichert hat⁸. Weil das erste *closing* frühestens mit Ablauf des 21. Tages nach dem Versand der Angebotsunterlage stattfinden darf⁹, besteht das Rücktrittsrecht frühestens ab dem 42. Tag der Annahmefrist.

Break fee-Vereinbarungen waren bis zum 19.9.2011 generell zulässig, sofern die von der Zielgesellschaft versprochenen *break fees* 1 % des Transaktionswerts nicht überstiegen und der *board* der Zielgesellschaft und ihr *financial adviser* gegenüber dem Takeover Panel bestätigten, dass die *break fee* nach ihrer Überzeugung im besten Interesse der Aktionäre lag¹⁰. Seit dem 20.9.2011 sind von der Zielgesellschaft versprochene *break fees* bzw. *inducement fees* generell untersagt¹¹. Eine Ausnahme ist nur dann zulässig, wenn Zielgesellschaft eine *break fee*-Vereinbarung mit einem einzigen konkurrierenden Bieter zu einem Zeitpunkt abschließt, zu dem ein feindliches Angebot eines anderen Bieters vorliegt und der konkurrierende Bieter seinen festen Willen zum Ausdruck gebracht hat, ein konkurrierendes Angebot abgeben zu wollen¹². Weitere Voraussetzungen sind, dass die versprochene *break fee* 1 % des Trans-

1 Takeover Code, Rule 10.

2 Notes on Rule 31.6, note 4.

3 Takeover Code, Rule 32.5 Satz 2.

4 Takeover Code, Rule 32.5 Satz 2.

5 Takeover Code, Rule 32.5 Sätze 1 und 4.

6 Notes on Rule 32.5, note 2 („Guillotine“).

7 <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/2007-03.pdf>; dazu ausführlich: Böckmann/Kießling, DB 2007, 1796, 1797 f.

8 Takeover Code, Rule 34.

9 Takeover Code, Rule 31.1.

10 Takeover Code, Rule 21.2 Abs. 1 Satz 2 a.F.

11 Takeover Code, Rule 21.2 (a); zu den Gründen vgl. Code Committee – Public Consultation Paper 2011/11 (Review on certain aspects of the regulation of takeover bids; proposed amendments to the Takeover Code) vom 21.3.2011, abrufbar unter: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201101.pdf> (Abruf 7.11.2012).

12 Notes on Rule 21.2, note 1 („Competing offerors“).

aktionswerts nicht übersteigt, und nur dann fällig wird, sofern eines der miteinander konkurrierenden Angebote für bedingungslos gültig erklärt wird¹. Durch diese Privilegierung der Suche nach einem Konkurrenzangebot (*white knight*) sollte die Position der Zielgesellschaft gestärkt werden, nachdem erkannt worden war, dass *break fee*-Vereinbarungen potentielle weitere Bieter von der Abgabe konkurrierender Angebote abgehalten hatten oder ihre Konkurrenzangebote einen entsprechenden Abschlag enthielten².

- 105 Informationen, die ein Bieter im Zuge einer **Due Diligence** bei der Zielgesellschaft erhalten hat, muss die Zielgesellschaft einem konkurrierenden Bieter auf dessen Verlangen unverzüglich zur Verfügung stellen, auch wenn dieser konkurrierende Bieter weniger willkommen ist als der ursprüngliche Bieter³. Der konkurrierende, weniger willkommene Bieter ist aber nicht berechtigt, mit einer allgemein gehaltenen Anfrage alle Informationen zu erhalten, die dem ursprünglichen Bieter zugänglich gemacht wurden; vielmehr muss er spezifische Fragen stellen, um die gewünschten Informationen zu erheben⁴. In diesen Grenzen ist die Diskriminierung des weniger willkommenen Bieters zulässig⁵.

II. Österreich

- 106 Im Zuge des ÜBRÄG wurden im Jahr 2006 die Regelungen der wesentlichen Aspekte konkurrierender Angebote, die bis dahin in der 1. Übernahmeverordnung (1. ÜbV) enthalten waren, in das Übernahmegesetz (ÜbG)⁶ integriert⁷. Die bis dahin geltende Regelung des § 16 Abs. 3 der 1. ÜbV, wonach konkurrierende Angebote, deren Gegenleistung hinter der des ursprünglichen Angebots zurückbleibt, unzulässig sind, wurde gestrichen⁸.
- 106a Eine Legaldefinition des Begriffs Konkurrenzangebot fehlt im ÜbG. Nach allgemeiner Ansicht sind unter Konkurrenzangeboten **Angebote Dritter** zu verstehen, **die während der Annahmefrist eines Angebots abgegeben werden**. Allerdings sind nur solche Angebote als konkurrierend zu betrachten, die jedenfalls zum Teil auf den Erwerb von Wertpapieren derselben Gattung gerichtet sind, auf die sich auch das ursprüngliche Angebot richtet⁹. Der Bieter des Konkurrenzangebots darf nicht identisch mit dem ursprünglichen Bieter oder mit einem mit diesem gemeinsam handelnden Rechtsträger sein¹⁰. § 17 ÜbG kennt keine qualitative Beschränkung.

1 Notes on Rule 21.2, note 1 (a) & (b).

2 Code Committee – Public Consultation Paper 2011/11 (Review on certain aspects of the regulation of takeover bids; proposed amendments to the Takeover Code) vom 21.3.2011, Section B: 3.2 (a) & (b), S. 37 f.

3 Takeover Code, Rule 20.2 Satz 1.

4 Notes on Rule 20.2, note 1.

5 Vgl. *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 652 m.w.N.

6 Österr. BGBl. I Nr. 127/1998; i.d.F. öBGBl. I Nr. 98/2001; öBGBl. I Nr. 92/2003; öBGBl. I Nr. 75/2006; öBGBl. I Nr. 72/2007; öBGBl. I Nr. 71/2009.

7 *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 3.

8 *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 3; zur Kritik an der alten Regelung siehe Voraufgabe: *Löber* in Huber, 1999, § 17 ÜbG Rz. 3.

9 *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 6; *Thaler* in Birkner, Hdb. Übernahmerecht, Bd. 1, 15.2, S. 161.

10 *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 6; *Thaler* in Birkner, Hdb. Übernahmerecht, Bd. 1, 15.2, S. 161.

Werden mehrere Konkurrenzangebote abgegeben, so löst jedes der Konkurrenzangebote für sich die Rechtsfolgen des § 17 ÜbG aus¹.

Die **Annahmefristen** bereits vorliegender Angebote verlängern sich durch die Abgabe eines konkurrierenden Angebots bis zum Ende der Annahmefrist des konkurrierenden Angebots². Das ÜbG macht darüber hinaus eine Reihe weiterer Vorgaben, die über die Regelungen des § 22 hinausgehen. Hiernach müssen die Annahmefristen aller Angebote spätestens 10 Wochen nach Beginn der Annahmefrist des ersten Angebots enden³. Die Übernahmekommission kann diese Frist bei Vorliegen konkurrierender oder verbesserter Angebote angemessen verlängern, soweit dadurch die Zielgesellschaft in ihrer Tätigkeit nicht ungebührlich behindert wird⁴. Die Annahmefrist des konkurrierenden Angebots darf zwei Wochen nicht unterschreiten und nicht vor Ablauf der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots enden⁵. Die automatische Fristverlängerung tritt allerdings dann nicht ein, wenn der Bieter sich vorbehalten hatte, von seinem Angebot zurückzutreten, wenn ein günstigeres Angebot abgegeben wird, und er diesen Rücktritt erklärt⁶, oder wenn er sein Angebot auf die Abgabe eines Konkurrenzangebots auflösend bedingt hat und ihm keine Möglichkeit zum Verzicht auf diese Bedingung zustand⁷.

Das **Rücktrittsrecht** vom ursprünglichen Angebot ist in § 17 Satz 1 ÜbG geregelt. Hiernach sind Aktionäre berechtigt, ihre Annahme des ursprünglichen Angebots zu widerrufen, sofern das konkurrierende Angebot vor Ablauf der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots veröffentlicht wird. Die Ausübung des Rücktrittsrechts begründet für den Aktionär keine Verpflichtungen, insbesondere braucht er das Konkurrenzangebot nicht anzunehmen⁸. Liegen mehrere Angebote vor und wird eines von ihnen verbessert, können die Aktionäre von vorangegangenen Annahmeerklärungen zurücktreten⁹. Das Rücktrittsrecht muss bis spätestens vier Börsenstage vor Ablauf der ursprünglichen (nicht der gemäß § 19 Abs. 1 ÜbG synchronisierten) Annahmefrist ausgeübt werden¹⁰.

III. Schweiz

Das schweizerische BEHG regelt in Art. 30 Abs. 1 nur das Grundprinzip, dass die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft zwischen konkurrierenden Angeboten die freie Wahl haben müssen. Im Übrigen sind konkurrierende Angebote in der aufgrund Art. 30 Abs. 2 BEHG von der Schweizer Übernahmekommission erlassenen Übernahmeverordnung vom 21.8.2008 (UEV-UEK) geregelt¹¹.

1 *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 8; *Thaler* in Birkner, Hdb. Übernahmerecht, Bd. 1, 15.5, S. 163.

2 § 19 Abs. 1c Satz 2 ÜbG.

3 § 19 Abs. 1d Satz 1 ÜbG.

4 § 19 Abs. 1d Satz 2 ÜbG.

5 § 19 Abs. 1c Satz 1 ÜbG.

6 § 19 Abs. 1c Satz 1 a.E. ÜbG.

7 *Gall* in Huber, § 19 ÜbG Rz. 33.

8 *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 11; *Thaler* in Birkner, Hdb. Übernahmerecht, Bd. 1, 15.5, S. 164.

9 § 17 Satz 2 ÜbG.

10 § 17 Satz 1 ÜbG; § 17 verweist ausdrücklich auf die ursprüngliche Annahmefrist nach § 19 Abs. 1; siehe dazu *Zollner* in Huber, § 17 ÜbG Rz. 11.

11 Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21.8.2008; im Internet abrufbar unter <http://www.admin.ch/ch/d/sr/9/954.195.1.de.pdf> [18.4.2011].

- 110 Ein konkurrierendes Angebot darf spätestens am letzten Börsentag vor Ablauf des ursprünglichen Angebots mit der Voranmeldung oder dem Angebotsprospekt veröffentlicht werden¹. Bei einem konkurrierenden Angebot, das mittels Voranmeldung angekündigt wird, ist spätestens nach fünf Börsentagen der Angebotsprospekt zu veröffentlichen². Das konkurrierende Angebot dauert gleich lang wie das ursprüngliche Angebot, mindestens jedoch zehn Börsentage³. Läuft das konkurrierende Angebot nach dem ursprünglichen Angebot ab, **verlängert sich** der Ablauf des ursprünglichen Angebots **automatisch** bis zum Ablauf des konkurrierenden Angebots⁴. Das ursprüngliche Angebot kann spätestens am fünften Börsentag vor dem Ablauf seiner (synchronisierten) Annahmefrist geändert werden⁵. Es muss grundsätzlich zehn Börsentage zur Annahme offen stehen⁶. Um zu verhindern, dass sich die Gesamtdauer des Verfahrens übermäßig hinauszieht, kann die Übernahmekommission insbesondere die Maximaldauer der verschiedenen Angebote festsetzen und die Fristen für die Änderung von Angeboten verkürzen⁷.
- 111 Die Wertpapierinhaber sind bei Veröffentlichung eines konkurrierenden Angebots bis zum Ablauf der Annahmefrist zum **Widerruf** ihrer Annahmeerklärungen in Bezug auf das ursprüngliche Angebot berechtigt⁸.
- 112 Die Zielgesellschaft hat den **Grundsatz der Gleichbehandlung gegenüber allen Bietern** zu wahren; insbesondere hat sie allen Bietern die gleichen Informationen zur Verfügung zu stellen⁹. Folglich darf der konkurrierende Bieter eine **Due Diligence** bei der Zielgesellschaft durchführen, wenn auch der ursprüngliche Bieter eine solche Due Diligence durchgeführt hat¹⁰. Der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Bieter ist materieller Natur; demnach sind dem konkurrierenden Bieter nicht nur die Informationen offen zu legen, die der ursprüngliche Bieter im Zuge seiner Due Diligence erhalten hat, sondern auch die Informationen, die ihm auf anderem Wege bekannt geworden sind (etwa wegen der Mitgliedschaft von Vertretern des ursprünglichen Bieters im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft)¹¹. Ferner hat ein Bieter, der sein Angebot vorangemeldet bzw. veröffentlicht hat, nicht nur gegenüber anderen Bietern einen Anspruch auf Gleichbehandlung, sondern auch gegenüber einem potentiellen Bieter (z.B. *white knight*), der noch kein Angebot angekündigt oder veröffentlicht hat (d.h. weder durch Voranmeldung noch durch Publizität des Angebotsprospekts) und der unter Umständen kein Angebot abgeben wird¹². Demzufolge muss die Zielgesellschaft einem Bieter, der sein Angebot abgegeben hat, die Due Diligence gewähren,

1 Art. 50 Abs. 1 UEV-UEK.

2 Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK.

3 Art. 50 Abs. 3 UEV-UEK.

4 Art. 51 Abs. 1 UEV-UEK.

5 Art. 52 Abs. 1 UEV-UEK.

6 Art. 52 Abs. 3 UEV-UEK.

7 Art. 48 Abs. 5 UEV-UEK.

8 Art. 51 Abs. 2 UEV-UEK.

9 Art. 49 Abs. 1 UEV-UEK.

10 Empfehlung der Übernahmekommission in der Sache Stancroft Trust Limited/Intersport Holding PSC AG vom 7.8.2000 (www.takeover.ch).

11 Empfehlung der Übernahmekommission in der Sache Stancroft Trust Limited/Intersport Holding PSC AG vom 11.8.2000, bestätigt durch Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission vom 19.9.2000; hierzu *Wey/Huber*, SZW 2001, 144, 146; *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 653; *Gericke/Wiedmer*, Art. 49 UEV Rz. 11.

12 Vgl. Empfehlung I. i.S. SIG Holding AG vom 26.10.2006, Erw. 5.2.2.3; Empfehlung I i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 15.7.2005, Erw. 2.11.3.

wenn sie bereits einen potentiellen Bieter zur Due Diligence zugelassen hat¹. Umgekehrt gilt dies jedoch nicht². Denn ein potentieller Bieter kann von der Zielgesellschaft nicht verlangen, dass ihm dieselbe Due Diligence eingeräumt wird, wie dem Bieter, der sein Angebot schon veröffentlicht hat. Begründet wird dies unter anderem damit, dass der zeitliche Anwendungsbereich des Übernahmerechts noch nicht eröffnet ist, solange der potentielle Bieter sein Angebot noch nicht angekündigt bzw. veröffentlicht hat³.

IV. Frankreich

Konkurrierende Angebote sind im *Règlement Général* der *Autorité des Marchés Financiers* („AMF“)⁴ geregelt. Danach sind konkurrierende Angebote nur zulässig, wenn sie **inhaltlich „besser“** sind als das ursprüngliche Angebot. Dies wäre nach dem *Règlement* etwa der Fall, wenn entweder (i) im Falle eines Kaufangebots die Gegenleistung des konkurrierenden Angebots die Gegenleistung des ursprünglichen Angebots um mindestens 2 % übersteigt, (ii) im Falle eines Tauschangebotes das konkurrierende Angebot eine bedeutende Verbesserung gegenüber den Konditionen des ursprünglichen Angebots enthält oder (iii) die Bedingungen des konkurrierenden Angebots zwar denen des ursprünglichen Angebots entsprechen, aber der konkurrierende Bieter – anders als der ursprüngliche Bieter – keine Mindestannahmeschwelle festsetzt⁵. 113

Ein geplantes konkurrierendes Angebot kann ab dem Beginn der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots und spätestens fünf Börsentage vor dessen Ablauf an die AMF übermittelt werden⁶. Sobald das konkurrierende Angebot veröffentlicht ist, **synchronisiert die AMF die Annahmefristen** dergestalt, dass der jeweils späteste der von den Bietern festgesetzten Ablauftermine für den Ablauf der Annahmefristen aller Angebote maßgeblich ist⁷. Die AMF kann die Annahmefristen darüber hinaus verlängern⁸. 114

Sobald ein konkurrierendes Angebot veröffentlicht ist, sind alle bis dahin abgegebenen **Erklärungen über die Annahme** des ursprünglichen Angebots **automatisch unwirksam**⁹. 115

Der ursprüngliche Bieter kann sein Angebot und das konkurrierende Angebot bis spätestens fünf Handelstage vor dem Ende der Annahmefrist seines Angebots überbieten¹⁰. Hierfür gelten dieselben Voraussetzungen wie für den ursprünglichen Bie- 116

1 Gericke/Wiedmer, Art. 49 UEV Rz. 11; Höhn/Lang/Roelli, Öffentliche Übernahmen, E. 5.4.3.1 Rz. 49.

2 Leitentscheid des Bundesgericht BGE 133 II 232, Erw. 3.3.3; dazu von Falkenhausen in Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft, S. 93, 103.

3 Höhn/Lang/Roelli, Öffentliche Übernahmen, E. 5.4.3.1 Rz. 49.

4 In der Fassung vom 1.2.2012; abrufbar unter http://www.amf-france.org/documents/generale/8004_1.pdf (Abruf 7.11.2012).

5 Art. 232-7 *Règlement Général*; zur Vorgängerregelung vgl. etwa Klein/Stucki, RIW 2001, 488, 490.

6 Art. 232-5 *Règlement Général*.

7 Art. 232-10 Abs. 1 *Règlement Général*.

8 Art. 231-34 *Règlement Général*.

9 Art. 232-10 Abs. 2 *Règlement Général*.

10 Art. 232-6 *Règlement Général*.

ter: Die Verbesserung des Angebots ist nur zulässig, wenn entweder (i) bei einem Kaufangebot die Gegenleistung des letzten geänderten Angebots um mindestens 2 % überboten wird, (ii) bei einem Tauschangebot eine wesentliche Verbesserung der Konditionen erfolgt oder (iii) der Bieter auf eine Mindestannahmeschwelle verzichtet¹. Wenn die AMF die Veröffentlichung eines derartig verbesserten Angebots zulässt, entscheidet sie gleichzeitig darüber, ob die Annahmefristen verlängert und die bisher abgegebenen Annahmeerklärungen für unwirksam erklärt werden². Nach Ablauf von mehr als zehn Wochen seit Beginn der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots kann die AMF eine Ausschlussfrist für die Übermittlung der verbesserten Angebote festsetzen³.

§ 23

Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots

(1) Der Bieter ist verpflichtet, die Anzahl sämtlicher ihm, den mit ihm gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen zustehenden Wertpapiere der Zielgesellschaft einschließlich der Höhe der jeweiligen Anteile und der ihm zustehenden und nach § 30 zuzurechnenden Stimmrechtsanteile und die Höhe der nach den §§ 25 und 25a des Wertpapierhandelsgesetzes mitzuteilenden Stimmrechtsanteile sowie die sich aus den ihm zugegangenen Annahmeerklärungen ergebende Anzahl der Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind, einschließlich der Höhe der Wertpapier- und Stimmrechtsanteile

1. nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage wöchentlich sowie in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich,
2. unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist,
3. unverzüglich nach Ablauf der weiteren Annahmefrist und
4. unverzüglich nach Erreichen der für einen Ausschluss nach § 39a Abs. 1 und 2 erforderlichen Beteiligungshöhe

gemäß § 14 Abs. 3 Satz 1 zu veröffentlichen und der Bundesanstalt mitzuteilen. § 14 Abs. 3 Satz 2 und § 31 Abs. 6 gelten entsprechend.

(2) Erwerben bei Übernahmeangeboten, bei denen der Bieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat, und bei Pflichtangeboten der Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und vor Ablauf eines Jahres nach der Veröffentlichung gemäß Absatz 1 Nr. 2 außerhalb des Angebotsverfahrens Aktien der Zielgesellschaft, so hat der Bieter die Höhe der erworbenen Aktien- und Stimmrechtsanteile unter Angabe der Art und Höhe der für jeden Anteil gewährten Gegenleistung unverzüglich gemäß § 14 Abs. 3 Satz 1 zu veröffentlichen und der Bundesanstalt mitzuteilen. § 31 Abs. 6 gilt entsprechend.

1 Art. 232-7 Règlement Général.

2 Art. 232-8 Règlement Général.

3 Art. 232-12 Règlement Général.