

Schmidt, Hartmut; Prigge, Stefan

**Working Paper**

## Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Research Notes, No. 02-4

**Provided in Cooperation with:**

Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main

*Suggested Citation:* Schmidt, Hartmut; Prigge, Stefan (2002) : Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Research Notes, No. 02-4, Deutsche Bank Research, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/40285>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



April 23, 2002

No. 02-4

## Research Notes in Economics & Statistics

### Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

- Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) schafft für deutsche Zielgesellschaften einen neuen organisierten Markt für die Konzentration von Streubesitz.
- Der Beitrag analysiert zunächst den Regulierungsbedarf aus ökonomischer Sicht und wählt deshalb drei Übernahmekonzeptionen aus Aktionärsperspektive als Ausgangspunkt. Auch die Position anderer Betroffener wird beleuchtet. Vor diesem Hintergrund erschließen sich dann die Ziele und Vorschriften des WpÜG. Ausführlich behandelt werden die beiden zentralen Regelungsbereiche des WpÜG: die Vorschriften zur Abwehr eines Übernahmeversuchs und die Regelungen, die den eigentlichen Marktmechanismus konstituieren und einen starken Einfluß auf Übernahmekurs und auf Dauer und Erfolg des Übernahmeverfahrens haben.
- Das WpÜG bringt die Streubesitzaktionäre bei Kontrollwechseln in eine gute Position. Es scheint gelungen zu sein, einen Marktmechanismus zu schaffen, der einen hohen Anreiz zum Überbieten unangemessen niedriger Gebote schafft. Nicht Gutachter und Gerichte entscheiden darüber, ob der Kurs einer Zielgesellschaft angemessen ist, sondern der Bieter für diese Gesellschaft und deren Aktionäre in dem vom Gesetz organisierten Marktrahmen. Die gute Position der Streubesitzaktionäre im Übernahmefall und die gegen Ende des Gesetzgebungsverfahrens erweiterten Abwehrmöglichkeiten der Zielgesellschaftsleitung könnten dazu führen, daß es wenig Übernahmen gibt, die unmittelbar durch Konzentration von Streubesitz erfolgen und so Disziplin und Dynamik in den Unternehmen fördern. Abschließend geht der Beitrag auf eine Reihe ungeklärter Fragen ein, die sich aus dem neuen Gesetz ergeben.

Prof. Dr. Hartmut Schmidt, Institut für Geld- und Kapitalverkehr,  
Universität Hamburg, +49-40-428383670,  
(hschmidt@econ.uni-hamburg.de)

Dr. Stefan Prigge, Institut für Geld- und Kapitalverkehr,  
Universität Hamburg, +49-40-428382763 (prigge@bigfoot.com)

#### Editor

Klaus Deutsch  
Tel.: +49 30 3407-3682  
klaus.deutsch@db.com

#### Deutsche Bank Research

Frankfurt am Main  
Deutschland  
**Internet:** [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
**E-Mail:** [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
**Fax:** +49 69 910-31877

#### Managing Directors

Axel Siedenberg  
Norbert Walter



## Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Hartmut Schmidt<sup>a</sup>, Stefan Prigge<sup>b</sup>

*Institut für Geld- und Kapitalverkehr, Universität Hamburg, Von-Melle-Park 5,  
20146 Hamburg*

<sup>a</sup> *Tel.: +4940428383670; Fax: +4940428385512;  
E-Mail: [hschmidt@econ.uni-hamburg.de](mailto:hschmidt@econ.uni-hamburg.de)*

<sup>b</sup> *Tel.: +4940428382763; Fax: +4940428385512;  
E-Mail: [prigge@bigfoot.com](mailto:prigge@bigfoot.com)*

Stand: 15. April 2002

### ***Zusammenfassung***

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) schafft für deutsche Zielgesellschaften einen neuen organisierten Markt für die Konzentration von Streubesitz. Der Beitrag analysiert den Regulierungsbedarf aus ökonomischer Sicht, er präsentiert und erläutert die ausgeklügelten Vorschriften für diesen Markt und wirft schließlich eine Reihe ungeklärter Fragen auf.

### ***Abstract***

The federal law on secondary purchases and takeovers, effective as of January 1, 2002, creates an organized market for the concentration of publicly held shares and other securities issued by German companies. After an economic analysis of the desirability of takeover regulation, the article presents and discusses the sophisticated provisions enacted to assure the smooth functioning of the takeover market. Finally, it points to a number of unresolved issues.

### ***Stichworte***

Agency-Theorie, Anlegerschutz, Pflichtangebot, Übernahmeangebot, Übernahmen, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

## **Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz\***

1. Einführung
2. Regelungsbedarf aus Aktionärssicht: drei Übernahmekonzeptionen
  - 2.1. Mannes These vom besseren Wirt
  - 2.2. Die Hybris-These von Roll
  - 2.3. Stützels Sondervorteils-These
3. Regelungsbedarf aus der Sicht anderer Betroffener
4. Gesetzesziele
5. Regelungskonzept
6. Verfahren
7. Zentrale Regelungsbereiche des Gesetzes
  - 7.1. Kompetenzen von Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionären der Zielgesellschaft bei der Abwehr von Übernahmeversuchen
  - 7.2. Grundregeln für den Markt zur Konzentration von Streubesitz
    - 7.2.1. Höhe der Gegenleistung
      - 7.2.1.1. Vorerwerbsuntergrenze mit Paketzuschlag
      - 7.2.1.2. Börsenhandelsuntergrenze
    - 7.2.2. Informationspflichten, Bieterwettbewerb und Aufteilung der Übernahmeprämie
    - 7.2.3. Zaungastregel
8. Offene Fragen
9. Fazit und Ausblick

### **1. Einführung**

Dieser Beitrag soll das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) aus ökonomischer Sicht vorstellen, einordnen und würdigen.<sup>1</sup> Bei allen Übernahmeregelungen geht es im Kern darum, daß Aktien in Streubesitz in einem geordneten Verfahren und zu einem angemessenen Kurs auf einen Bieter übertragen werden. Dazu gehört, daß der Bieter die

---

\* Die Verfasser danken Herrn Professor Dr. Dr. Klaus J. Hopt und Herrn Dr. Harald Baum, beide Hamburg, Herrn Professor Dr. Jochen Drukarczyk, Regensburg, und Herrn Professor Dr. Theodor Baums, Frankfurt am Main, für kritische Anmerkungen.

<sup>1</sup> Bundesgesetzblatt Teil I, Nr. 72, 22.12.01, S. 3822-3841 sowie Nr. 77, 31.12.01, S. 4259-4268 (Verordnungen). Der Regierungsentwurf mit Begründung ist in Bundestagsdrucksache 14/7034 enthalten, wenige ergänzende Begründungen in Beschlußempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (Bundestagsdrucksache 14/7477).

Das WpÜG trat am 1. Januar 2002 in Kraft. Es ist enthalten im ersten von zwölf Artikeln des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Artikel 2-4 betreffen vor allem die Ausweitung der Meldepflichten von Aktienbesitz nach dem Wertpapierhandelsgesetz. Artikel 7 regelt den Ausschluß von Minderheitsaktionären gegen Barabfindung durch einen Hauptaktionär, dem mindestens 95% des Grundkapitals gehören; dazu Wenger et al. (2001). Die anderen materiellen Neuregelungen betreffen Gesetzesänderungen, die das WpÜG auslöst.

Konditionen seines Gebots veröffentlichen muß, sie nur unter bestimmten Bedingungen verändern darf, daß der Vorstand der Zielgesellschaft dazu Stellung nimmt und daß die Aktionäre ihre Annahme des Gebots rückgängig machen können, wenn ein zweiter Bieter auftritt. In diesem Sinne organisiert das WpÜG einen Markt für die Konzentration von Streubesitz. Für den Ökonomen stellt sich damit sofort die Frage, womit sich dieser Eingriff rechtfertigen läßt. Deshalb werden zunächst drei Übernahmekonzeptionen aus Aktionärssicht skizziert, um zu klären, ob und in welche Richtung ein Regelungsbedarf für die Konzentration von Streubesitz besteht. Im Anschluß daran wird diese Frage kurz aus der Sicht anderer Betroffener beleuchtet. Vor diesem Hintergrund werden dann die Ziele und Vorschriften des WpÜG vorgestellt. Ausführlich behandelt werden dabei die beiden zentralen Regelungsbereiche des WpÜG: die Vorschriften zur Abwehr eines Übernahmeversuchs und die Regelungen, die den eigentlichen Marktmechanismus konstituieren und einen starken Einfluß auf Übernahmekurs und auf Dauer und Erfolg des Übernahmeverfahrens haben. Wie nicht anders zu erwarten, ergibt sich aus dem neuen Gesetz eine Reihe ungeklärter Fragen, auf die zum Ende hin kurz eingegangen wird.

Das WpÜG ist bis auf die Ausnahmen zum Behinderungsverbot kompatibel mit dem Entwurf der EU-Übernehmerichtlinie, die es eigentlich umsetzen sollte. An ihr wurde seit 1974 gearbeitet, der erste Vorschlag der Kommission stammt von 1989.<sup>2</sup> Der vorerst letzte Entwurf ist am 4. Juli 2001 im Europäischen Parlament mit einem Stimmenverhältnis von 273 : 273 gescheitert. Schon die lange Vorgeschichte und das knappe Ergebnis, das dem Zusammenwirken von Unternehmensvorständen und Gewerkschaften<sup>3</sup> zugeschrieben wird, lassen erkennen, wie umstritten der Richtlinienentwurf war.

## **2. Regelungsbedarf aus Aktionärssicht: drei Übernahmekonzeptionen**

### *2.1. Mannes These vom besseren Wirt*

Mannes (1965) Sichtweise von Übernahmen als Transaktionen am Markt für Unternehmenskontrolle markierte 1965 eine Außenseiterposition,<sup>4</sup> hat sich aber weltweit verbreitet. Nach Manne sorgen Übernahmen für die Ablösung schwacher Vorstände durch besser wirt-

---

<sup>2</sup> Hopt (1997), S. 373.

<sup>3</sup> Noch Wochen später findet sich im Wall Street Journal Europe die Formulierung „left-wing labor unions and communists and right-wing corporatists ... found common cause in opposing the liberalization of European takeover law.“ Living in the Past, Wall Street Journal Europe vom 27. August 2001, S. 6.

schaftende Unternehmensleitungen, spornen die Vorstände aller Börsengesellschaften in Streubesitz zu besseren Leistungen an, schützen die Streubesitzaktionäre, beugen noch rechtzeitig Insolvenzen vor, erhöhen die Mobilität des Kapitals und verbessern die Allokation aller Produktionsfaktoren. Unternehmensressourcen wandern durch Übernahmen zum besseren Wirt. In den Übernahmewellen der achtziger und neunziger Jahre haben diese besseren Wirte wertsteigernde Steuerungs- und Motivationskonzepte entwickelt, damit die Unternehmensverfassung in den USA erneuert und für den Rest der Welt ein Vorbild geschaffen.<sup>5</sup>

Dieser Denkweise entsprechend wurde das Scheitern der Übernahmerichtlinie im Europäischen Parlament vielfach als Weigerung Europas interpretiert, Übernahmehürden abzubauen und wohlfahrtserhöhende Umstrukturierungen zuzulassen. Die Kommentare waren allerdings nicht ganz konsequent. Denn die Übernahmerichtlinie sollte nicht nur Übernahmemöglichkeiten eröffnen und verbessern, sondern auch die Pflicht zu einem Übernahmeangebot, einem Übernahmeangebot und zur Gleichbehandlung der Zielgesellschaftsaktionäre enthalten. Das hätte den Vorstellungen Mannes und der Chicago-Schule<sup>6</sup>, die seine Gedanken propagiert, gar nicht entsprochen. Denn geht man vom besseren Wirt aus, ist die Regulierung von Übernahmen überflüssig. Es kommt gerade darauf an, keinerlei Regeln aufzustellen, die den Anreiz für einen besseren Wirt verringern, Zielgesellschaften, oft mit hohen Kosten, aufzuspüren und die Herrschaft über sie zu erlangen. Aus dieser Sicht ist es sogar wünschenswert, wenn der bessere Wirt sich „anschleicht“, wie es die Gesetzesbegründung (S. 30) ausdrückt,<sup>7</sup> und möglichst viele Aktien unbemerkt aufkaufen kann. Nicht den bisherigen Aktionären, sondern dem besseren Wirt und seiner Gesellschaft, der Übernehmerin, soll die Übernahme Vorteile bringen. Jede Verpflichtung einer Aufkäuferin, ihre Absichten offenzulegen, könnte zum Eingreifen konkurrierender Bieter führen, damit den Einstandskurs der Übernehmerin in die Höhe treiben und den Anreiz abschwächen, nach Übernahmegoelen zu suchen.<sup>8</sup> Kurzum, ähnlich dem Schumpeterschen Unternehmer ist die Übernehmerin im Lichte Mannes eine Figur, deren Freiheit der Staat im eigenen Interesse nicht durch Regulierungen einschränken darf. Sie soll die Zielgesellschaft, abgesehen vom Ausnutzen von Marktmacht, ungehindert für ihre

---

<sup>4</sup> Die zweite Außenseiterposition, die Manne vertreten und ihn bekannt gemacht hat, war sein Plädoyer für den Insiderhandel. Siehe hierzu Schmidt (1991).

<sup>5</sup> Holmström/Kaplan (2001), S. 141.

<sup>6</sup> Siehe zusammenfassend Easterbrook/Fischel (1991).

<sup>7</sup> Die Begründung betont, ganz im Gegensatz zur Chicago-Schule, daß ein Anschleichen verhindert werden muß.

<sup>8</sup> Es sei hier davon abgesehen zu diskutieren, ob der erfolgreiche konkurrierende Bieter als bester Wirt gesehen werden kann und vielleicht auch als Trittbrettfahrer, der sich an den Erstbieter anhängt, um Suchkosten zu sparen.

wertschaffende Strategie verwenden können. So gesehen schoß die Übernahmerichtlinie weit über das Ziel hinaus.

Die umfangreiche empirische Übernahmeforschung<sup>9</sup> hat die These von Manne überprüft. Sie stellt vorwiegend auf den Übernahmeankündigungstag ab und ermittelt die abnormalen Renditen, die sich bei den Aktien der Zielgesellschaft und der Übernehmerin aufgrund der Übernahmeankündigung ergeben. So lassen sich methodische Mängel beim Messen von Übernahmenvorteilen weitgehend vermeiden.<sup>10</sup> Aus den Renditen werden Veränderungen des Wertes von Zielgesellschaft und Übernehmerin ermittelt. In den meisten Untersuchungen liegt der Wertzuwachs der Übernehmerin nahe bei null und ist oft negativ, während der Wertzuwachs bei der Zielgesellschaft ausgeprägt positiv ist.<sup>11</sup> Für Übernehmerin und Zielgesellschaft gemeinsam scheint sich ein übernahmebedingter Wertzuwachs zu ergeben.<sup>12</sup> Ob das ausreicht, um die These Mannes zu stützen, ist umstritten. Schon Jensen und Ruback (1983, S. 47) stellen in ihrem Überblick über mehr als 40 Übernahmeuntersuchungen fest, daß die Quellen dieses Wertzuwachses im Dunkeln liegen.

## 2.2. *Die Hybris-These von Roll*

Die anscheinende Selbstlosigkeit der Übernehmerin und der minimale gemeinsame Wertzuwachs veranlassen Roll (1986) dazu, auf der Basis derselben 40 Untersuchungen die These zu vertreten, es gebe den gemeinsamen Wertzuwachs nicht. Übernahmen seien die Folge von Hybris. Übernahmegebote würden abgegeben, weil die Führung der Übernehmerin ihre zufälligen Überschätzungen etwaiger Synergien und Umstrukturierungsgewinne nicht nach unten korrigiere. Es komme dann zu einem Vermögenstransfer, zu einem Verlust ihrer Aktionäre und zu Gewinnen bei den Aktionären der Zielgesellschaft. In der Theorie Rolls verliert die Übernehmerin den Charakter der Lichtgestalt, den Manne ihr zuordnet. Die Übernehmerin und ihr Vorstand gehen, unbestritten in bester Absicht, schlecht mit dem Vermögen

---

<sup>9</sup> Überblick bei Romano (1992) und Weston et al. (2001), S. 199-224.

<sup>10</sup> Andrade et al. (2001).

<sup>11</sup> Zu diesem Ergebnis kommen auch Gerke et al. (1995) für deutsche Unternehmen. Ihr Resultat ist für Übernahmen deutscher Unternehmen durchaus repräsentativ, wie Bott (2002) in ihrer Zusammenschau empirischer Studien zeigt.

<sup>12</sup> Andrade et al. (2001). Sie kommen bei ihrer Untersuchung der Übernahmen in den USA zwischen 1973 und 1998 nur deshalb zu einer positiven Gesamteinschätzung, weil sie einen negativen Ankündigungseffekt der Aktienemissionen unterstellen, die mit Übernahmen verbunden sind, wenn die Aktien der Zielgesellschaft nicht bezahlt, sondern gegen Aktien der Übernehmerin getauscht werden. Siehe hierzu auch Brealey/Myers (2000), S. 955. Eine Korrektur wegen entgegengesetzter Effekte, z.B. für die unerwartete Ausschüttung bei Barabfindung oder für Kursgewinne auf Anfangsbeteiligungen der Übernehmerin an der Zielgesellschaft, erfolgt dagegen nicht.

ihrer Aktionäre um. Aus Regulierungssicht legt das ein Einschreiten zum Schutze der Aktionäre der Übernehmerin nahe.

Roll weist aber darauf hin, daß Aktionäre diversifizierte Portefeuilles halten und an den Aktien der Zielgesellschaft das gewinnen, was sie an den Aktien der Übernehmerin verlieren. Solange sich die Kosten der Planung und Abwicklung von Übernahmetransaktionen in Grenzen hielten, hätten diversifizierte Anleger wenig Anlaß, gegen Übernahmen vorzugehen (Roll, 1986, S. 214). Das läßt sich vertreten, wenn wie in den USA die Aktien breit gestreut sind und sich kein Anlaß ergibt, Aktionäre unterschiedlich zu behandeln. Wo jedoch die Aktien der Übernehmerinnen in Streubesitz gehalten, Kontrollpakete aber außerbörslich von Großaktionären erworben werden, kommt es gerade nicht zur Kompensation. Die Verluste der Streubesitzaktionäre werden nicht durch Übernahmeprämien ausgeglichen. So gesehen könnte sich eine Übernahmeregelung empfehlen, die Gleichbehandlung verlangt und allen Aktionären der Zielgesellschaft die Chance eröffnet, ihre Aktien zu einem einheitlichen Kurs an die Übernehmerin zu verkaufen.

### *2.3. Stützel's Sondervorteils-These*

Auch bei der dritten Sichtweise zur Regelung von Übernahmen erscheint die Übernehmerin nicht als Lichtgestalt. Ansatzpunkt ist die Vorstellung, daß manche Menschen opportunistisch handeln, ihren Vorteil auch zulasten anderer suchen. Die Kapitalgesellschaft eröffnet Chancen für derartige Bereicherungen. Zu erwarten sind Bereicherungen der Geschäftsführung zulasten der Gesellschafter, Bereicherungen der Gesellschafter zulasten der Gläubiger, aber auch Bereicherungen von Großaktionären zulasten der Streubesitzaktionäre. Stützel sieht die Geschichte des Aktienrechts als Geschichte stets neuer Versuche, genau diese Vermögensverschiebungen zu verhindern.<sup>13</sup> Neues Recht entsteht gewöhnlich, weil der Gesetzgeber auf eklatante Bereicherungsfälle, auf Mißstände reagiert. Wegen der Erfahrung „hard cases make bad law“ ist es allerdings vorzuziehen,<sup>14</sup> wenn der Gesetzgeber Mißstände erst gar nicht aufkommen läßt.

Da aber kein Aktienrecht den Publikumsaktionär perfekt schützen kann, muß er damit rechnen, daß ein Teil der ihm zustehenden Erträge als Sondervorteile an Geschäftsführung und Großaktionäre abfließt. Der Aktienkurs wird durch diese Sondervorteile oder Agency-

---

<sup>13</sup> Stützel (1960), S. 946f.

<sup>14</sup> Hopt (1984), S. 745.



Kosten beeinträchtigt.<sup>15</sup> Der Börsenwert der Gesellschaft liegt unter dem Wert, den sie bei perfektem Aktienrecht hätte. Paketzuschläge spiegeln den Barwert der Sondervorteile wider.<sup>16</sup> Nur wenn der Streubesitz bei einem Aufkäufer konzentriert wird, der maßgeblichen Einfluß gewinnen und alle Sondervorteile auf sich umlenken kann, hat der Aktionär die Chance, zu dem Kurs zu verkaufen, der den vollen Ertrag der Gesellschaft reflektiert.<sup>17</sup> Ob der Aufkäufer tatsächlich diesen hohen und angemessenen Kurs bietet, wird davon abhängen, ob er mit konkurrierenden Übernehmerinnen rechnen muß.<sup>18</sup>

Schon diese Skizze der Zusammenhänge läßt erkennen, welchen Stellenwert Übernahmen für die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes haben. Wenn jeder Anleger, der Aktien zeichnet, darauf vertrauen darf, daß er bei einer Übernahme zum selben Kurs wie alle anderen verkaufen kann und wenigstens dann, insbesondere gegenüber Paketaktionären, nicht systematisch benachteiligt ist, dann wird er bereit sein, zu einem höheren Kurs zu zeichnen. Das bedeutet niedrigere Kapitalkosten für die Wirtschaft und stärkt deren Position im internationalen Wettbewerb. Die Aktienkurse und damit die Kapitalkosten hängen von der Organisation des Kapitalmarktes und damit auch vom Aktienrecht einschließlich des Übernahmerechts ab.<sup>19</sup>

Wer mit Opportunismus in der Aktiengesellschaft rechnet, muß durch das Übernahmerecht die Aktionäre der Zielgesellschaft schützen, ihnen eine Ausstiegsmöglichkeit bieten, ihre Gleichbehandlung sicherstellen, aber auch den Bieterwettbewerb fördern. In diese Richtung zielt das Übernahmerecht verschiedener Länder. Es soll an dieser Stelle nicht untersucht werden, ob das auf Mißstände vor Übernahmen zurückzuführen ist oder darauf, daß nach Übernahmen beobachtet wurde, wie reichlich sich die neue Herrschaft mit Sondervorteilen bediente. Neben diesem rechtshistorischen Hinweis drängt sich hier die Anmerkung auf, daß sich die Sondervorteils-These eher besser als die Hybris-These mit den Ergebnissen der empirischen Übernahmeforschung verträgt. Sie kann nicht nur den Kursanstieg bei der Zielgesell-

---

<sup>15</sup> Stützel (1960), S. 961, 966f., der Agency- und Efficient-Market-Theorie vorwegnahm; Jensen/Meckling (1976); Barnea et al. (1981).

<sup>16</sup> Uneingeschränkt gilt diese Aussage nur, wenn der Börsenkurs die Chance einer Übernahme überhaupt nicht reflektiert. Impliziert der Börsenkurs dagegen eine gewisse Übernahmewahrscheinlichkeit, dann geht der Markt davon aus, daß die gegenwärtigen Nutznießer von Sondervorteilen sie binnen überschaubarer Zeit ganz oder teilweise verlieren werden; Stützel (1960), S. 962-967. Überblick über die amerikanische Literatur zu Sondervorteilen und empirische Überprüfung der Sondervorteils-These bei Barclay/Holderness (1989).

<sup>17</sup> Stützel (1960), S. 962. Je mehr Imperfektionen ein Aktienrecht aufweist, desto größer ist der Anreiz zur Übernahme; Stützel (1960), S. 976.

<sup>18</sup> Stützel (1960), S. 981-984.

<sup>19</sup> Zu den Rückwirkungen auf Gründungs- und Emissionsentscheidungen kurz Rau-Bredow (1999), S. 907f., ausführlicher aus modelltheoretischer Perspektive Hecker (2000), S. 499ff.

schaft gut erklären, sondern auch positive gemeinsame Wertzuwächse von Zielgesellschaft und Übernehmerin bei der Übernahmeankündigung. Opportunistisches Verhalten bringt nicht erst die Übernehmerin in die Zielgesellschaft. Es ist schon zuvor präsent, und es fließen Sondervorteile. Deren Barwert ist ein Teil des Unternehmensgesamtwertes, der nicht im Marktwert aller Aktien der Zielgesellschaft enthalten und an der Börse unsichtbar ist. Durch die Konzentration von Streubesitz kann die Übernehmerin die Kontrolle gewinnen und die Sondervorteile auf sich umlenken. Um die Sondervorteile zu erlangen, ist sie bereit, eine Prämie auf den bisherigen Kurs zu zahlen. Ein bisher unsichtbarer Teil des Unternehmensgesamtwertes wird damit im Börsenkurs sichtbar. Durch die Umverteilung der Sondervorteile in der Zielgesellschaft steigt ihr Aktienkurs.<sup>20</sup> Empirisch zu erwarten ist deshalb ein positiver Ankündigungseffekt bei der Zielgesellschaft, aber im Gegensatz zur Hybris-These kein negativer Effekt bei der Übernehmerin.<sup>21</sup> Wenn viele Studien keinen signifikanten Effekt bei der Übernehmerin, aber einen „Wertzuwachs“ bei Übernehmerin und Zielgesellschaft zusammen konstatieren, dann ist es genau das, was die Sondervorteils-These erwarten läßt.<sup>22</sup>

### ***3. Regelungsbedarf aus der Sicht anderer Betroffener***

Brealey und Myers (2000, S. 1015f.), die mit dem Vereinigten Königreich und den USA die beiden Länder repräsentieren, in denen viel mehr börsennotierte Gesellschaften als anderswo übernommen wurden, bezeichnen Übernahmen in ihrem international verwendeten Standardlehrbuch „Principles of Corporate Finance“ als eines der zehn ungelösten Rätsel der Finanzwirtschaft. Es fehle noch immer eine allgemeine Erklärung für Übernahmen, die auch

---

<sup>20</sup> Der Aktienkurs kann schon vor der Ankündigung eine gewisse Übernahmewahrscheinlichkeit implizieren, so daß bereits ein Teil der Sondervorteile enthalten ist. Die Ankündigung erhöht aber die Übernahmewahrscheinlichkeit, und es wird noch mehr an Sondervorteilen im Kurs sichtbar. Zur Untersuchung von Kurseffekten bei der Zunahme von Eintrittswahrscheinlichkeiten siehe Malatesta/Thompson (1985), S. 237f.; Schmidt/Schrader (1993), S. 233-236; Böhmer/Löffler (1999), S. 304f.

<sup>21</sup> Ausgeschlossen sei hier der Fall, daß die Sondervorteile in der Zielgesellschaft schon vor der Übernahme an die Übernehmerin fließen.

<sup>22</sup> Auch wenn das Konzept des gemeinsamen Wertzuwachses von Zielgesellschaft und Übernehmerin bei Ankündigung in der Literatur oft zur Beurteilung von Übernahmen herangezogen wird, zeigt sich hier abermals, wie sehr es in die Irre führen kann. Bereits in Fn. 12 wurde deutlich, daß der Ankündigungseffekt mehrere Komponenten hat, von denen sich nur eine auf die Übernahme als solche bezieht. Außerdem muß, wie in Fn. 20 angedeutet, zwischen Ankündigungseffekt und ökonomischem Einfluß unterschieden werden. Der Ankündigungseffekt läßt meist nur einen Teil des ökonomischen Einflusses auf den Wert der beteiligten Gesellschaften sichtbar werden, der andere Teil wurde vom Markt bereits antizipiert.

die Tatsache berücksichtigt, daß Übernahmen in Wellen<sup>23</sup> auftreten. Am Ende ihrer Abwägung der Vor- und Nachteile lassen sie offen, ob es durch Übernahmen zu mehr Wohlfahrt kommt. Sie stellen die Frage, ob es ein weniger kostspieliges Mittel gibt, um Unternehmensleitungen von Gesellschaften in Streubesitz zu guten Leistungen anzuspornen,<sup>24</sup> als das Schüren der Furcht vor Übernahmen.

Während Manne, Roll und Stützel bei der Entwicklung ihrer Thesen zu Übernahmen auf Vorstände und Aktionäre blickten, weisen Brealey und Myers auch auf die Anpassungen hin, die Übernahmen bei Kunden, Beschäftigten, Gemeinden, Gläubigern und anderen Zulieferern verlangen.<sup>25</sup> Anpassungen sind oft mit Umverteilung verbunden, z.B. wenn die Übernahme zu mehr Schulden bei der Zielgesellschaft und zu einer Herabstufung von deren Bonität führt. Das trifft die bisherigen Gläubiger. Um sich davor zu schützen, sehen Anleihebedingungen heute meist die vorzeitige Fälligkeit im Übernahmefall vor. Versteht man ein Beschäftigungsverhältnis als Plusposition in einer Verkaufsoption, die dem Mitarbeiter das Recht gibt, seine Arbeitsleistungen zum vereinbarten Gehalt anzudienen oder zu kündigen, dann wird der Wert dieser Option geringer, wenn die Übernahme eine kürzere Laufzeit und einen weniger günstigen Ausübungspreis erwarten läßt. Gewinner ist dann die Zielgesellschaft als Stillhalter. Aus dynamisch-langfristiger Sicht mag man sich von Anpassungen Flexibilitätsgewinne versprechen. Selbst wenn eine Stadt mehrere Unternehmensleitungen durch Übernahmen verliert, muß sie dadurch nicht so getroffen sein, daß sie verödet. Sie kann durch Übernahmen auch Bedeutung gewinnen, und es können neue Unternehmen nachwachsen. Das braucht allerdings Zeit und setzt das Fortbestehen günstiger Rahmenbedingungen voraus. Daran kann es fehlen.

In der EU spielen solche Überlegungen nicht auf kommunaler Ebene, wohl aber auf Länderebene eine Rolle. Es damit zu rechnen, daß goldene Aktien und andere Mechanismen, die vor Übernahmen schützen und die in Europa und auch in den USA verbreitet sind,<sup>26</sup> entgegen der Auffassung der Kommission vom Europäischen Gerichtshof als zulässig angesehen werden.<sup>27</sup> In Ländern, die auf diese Abwehrmittel verzichten, könnte man befürchten, mehr Unternehmenssitze zu verlieren als zu gewinnen und so zur Provinz zu werden. In Bran-

---

<sup>23</sup> Brealey/Myers (2000), S. 967, 1015f. Andrade et al. (2001) gehen davon aus, daß Deregulierungsschocks die beiden letzten Wellen ausgelöst haben.

<sup>24</sup> Brealey/Myers (2000), S. 969. Siehe auch Drukarczyk/Schmidt (1997), die darauf hinweisen, daß Überwachung und Ansporn so organisiert sein sollten, daß sie ständig wirken, nicht nur in Zeiten von Übernahmewellen.

<sup>25</sup> Brealey/Myers (2000), S. 964 mit Blick auf Abwehrmaßnahmen.

<sup>26</sup> Bebchuk/Ferrell (1999). Siehe auch Painter (2001).

chen oder Bereichen, die mit einem oder wenigen wichtigen Unternehmen besetzt sind, mag diese Gefahr besonders hoch sein. Reziprozität könnte einseitig belastenden Infrastrukturfolgen vorbeugen, aber auch der falsche Weg sein. Denn wenn die verbreitete Denkweise von Manne (1965) uneingeschränkt zuträfe, würde jedes Land gut daran tun, jeden Gedanken an Reziprozität zu verwerfen. Indem es sich dem vollen Übernahmedruck aus dem In- und Ausland aussetzte, würde es am meisten dazu beitragen, die Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit seiner Unternehmen zu fördern. Sie würden besser kontrolliert als die Unternehmen in Ländern mit Schutzmechanismen.<sup>28</sup> Der heutige Stand der Übernahmeforschung erlaubt diesen Schluß aber nicht.

#### **4. Gesetzesziele**

Vor dem Hintergrund der gegensätzlichen Übernahmekonzeptionen kann das WpÜG kein Übernahmeförderungsgesetz sein. Nach Abschnitt A I 5 der Gesetzesbegründung (S. 28) soll das Gesetz Übernahmen weder fördern noch behindern, sondern für sie ein Verfahren schaffen, das sich an internationalen Standards orientiert, die Stellung der Minderheitsaktionäre stärkt und die Informationslage von Wertpapierinhabern und Arbeitnehmern verbessert.

Bei Aktien in Streubesitz liegt es nahe, für Übernahmen oder andere Formen der Konzentration von Streubesitz in einer Hand ein geordnetes Verfahren anzubieten. Denn auch die Dekonzentration, die Streuung der Aktien im Publikum beim Gang an die Börse, unterliegt einem speziellen Verfahren mit speziellen Informationspflichten und wird nicht einfach durch Aktienverkäufe an der Börse bewirkt. Die bisherigen Musterverfahren für Übernahmen (Leitsätze der Börsensachverständigenkommission von 1979, Kodex von 1995/98) haben sich aber nicht durchgesetzt.<sup>29</sup> Im Vereinigten Königreich wird der nichthoheitliche City Code on Takeovers and Mergers von 1968, der ein Pflichtangebot verlangt und detailliert regelt, all-

---

<sup>27</sup> Im Januar 2002 hat die High Level Group of Company Law Experts einen Vorschlag veröffentlicht, wie sich diese Stimmrechtsbarrieren bei Übernahmen durchbrechen lassen.

<sup>28</sup> Das Ringen um einen größeren Spielraum für die Leitung der Zielgesellschaft im Übernahmefall (dazu ausführlicher unter 7.1.) in Übernehmerichtlinie und WpÜG im Jahre 2001 wurde vor allem mit dem Reziprozitätsargument geführt. Deutsche AGs seien nach den ursprünglich vorgesehenen Regelungen wesentlich leichter zu übernehmen als ausländische Unternehmen, was nachteilig sei. Ein anderes, möglicherweise überzeugenderes, aber in der Diskussion nicht vorgebrachtes Argument dafür, die deutsche Regelung weniger übernahmefreundlich zu gestalten, könnte auf die Systemeigenschaft von Corporate-Governance-Strukturen abstellen. Man könnte argumentieren, daß feindliche Übernahmen mit ihrem disruptivem Charakter die Konsistenz des auf Stabilität beruhenden deutschen Corporate-Governance-System schwächen und deshalb eher zu erschweren seien. Siehe Tyrell/Schmidt (2001), insbes. S. 217-219 mit Ausführungen zum ähnlich gelagerten Fall einer Einführung von Pensionsfonds in Deutschland.

<sup>29</sup> Siehe hierzu Hopt (1997), S. 393-396; Börsensachverständigenkommission (1999).

gemein befolgt. Seit 1986 ist er durch das Financial Services Act gesetzlich abgesichert; scharfe hoheitliche Sanktionen gegen Verstöße sind möglich.<sup>30</sup> Das WpÜG soll auch in Deutschland zu einem allgemein befolgten Übernahmeverfahren führen, zumal eine Übernahmewelle erwartet wird, ausgelöst durch den Verzicht auf die Besteuerung von Aktienkursgewinnen bei deutschen Kapitalgesellschaften ab 2002.<sup>31</sup>

Das WpÜG dient wie alle kapitalmarktrechtlichen Regelungen dem Anlegerschutz und dem Funktionenschutz, die als die beiden Seiten einer Medaille zu sehen sind.<sup>32</sup> Aus der Sicht des deutschen Gesellschaftsrechts ist es die Aufgabe des Konzernrechts (§§ 291ff., 311ff. AktG), die Minderheitsaktionäre nach Übernahmen oder anderen Wechseln in der Herrschaft über das Unternehmen zu schützen.<sup>33</sup> In der Diskussion um die Übernahmerrichtlinie scheint sich aber die Auffassung durchgesetzt zu haben, daß der verlässlichste Schutz für den Anleger dann erreicht wird, wenn er im Zeitpunkt der Übernahme seine Aktien an den Bieter verkaufen kann. Auf etwaige Vermögensverschiebungen von der Zielgesellschaft zur Übernehmerin nach der Übernahme und deren gerichtliche Verfolgung<sup>34</sup> kommt es dann nicht mehr an. Hopt (1997, S. 388) führt hierzu aus: Der „Anleger ist sicher besser geschützt, wenn er mittels eines Pflichtangebots den Gefahren entgehen kann, denen ein Konzernrecht erst später und nur unter erheblichen Unsicherheiten und großem Zeitaufwand abhilft. Aus eben diesem Grund dürfte ein Pflichtangebot jedenfalls auf einem entwickelten Kapitalmarkt funktionsadäquater sein als ein Konzernrecht. Das zeigt das britische Beispiel und der faktische Sog, der von ihm im Wettbewerb um internationale Investoren ausgeht.“

### **5. Regelungskonzept**

Aus all diesen Überlegungen ergeben sich für ein Verfahren zur Übernahme, zur Konzentration des Aktienbesitzes, folgende Konsequenzen: Die Aktionäre<sup>35</sup> müssen darüber

---

<sup>30</sup> Roßkopf (2000), S. 146. Zur Neuregelung der gesetzlichen Absicherung sei auf das Consultation Paper 87 der Financial Services Authority vom Frühjahr 2001 verwiesen. Das britische Modell gilt im Kern als vorbildlich. Sein Fortbestehen wird durch das Scheitern der Übernahmerrichtlinie ermöglicht. In Deutschland mußte man sich gegen das britische Modell einer Selbstregulierung mit hoheitlichen Sanktionen entscheiden, weil es dem deutschen Rechtsstaatsverständnis widerspricht.

<sup>31</sup> Nach Andrade et al. (2001) löst der Abbau rechtlicher Hemmnisse Übernahmewellen aus. Die Besteuerung von Kursgewinnen kann in diesem Sinne als Hemmnis gesehen werden.

<sup>32</sup> Hopt (1975), S. 51-56 und (1997), S. 374. Vgl. Schmidt (1970), S. 75-80.

<sup>33</sup> Grundlegend hierzu im Sinne einer ökonomischen Analyse des Gesellschaftsrechts Stützel (1960), S. 959-985.

<sup>34</sup> Hecker/Wenger (1995).

<sup>35</sup> Die Frage, ob auch andere Betroffene eine Ausstiegsmöglichkeit erhalten könnten, wird hier nicht verfolgt.

informiert werden, daß neue Herrschaft ins Haus steht. Sie müssen eine Ausstiegsmöglichkeit bekommen. Beides verlangt ein Übernahmeangebot. Wegen der Gefahren, die mit der neuen Herrschaft verbunden sind, geraten die bisherigen Aktionäre unter Druck, das Gebot anzunehmen. Dagegen ist wenig einzuwenden, wenn durch Bieterwettbewerb oder in anderer Weise gewährleistet wird, daß ihre Aktien zu einem Kurs übernommen werden, der sie nicht schädigt. Alle ausscheidenden Gesellschafter sind, wie das auch beim gleichzeitigen Ausscheiden mehrerer Gesellschafter einer oHG vorzusehen wäre, gleich zu behandeln.<sup>36</sup>

In § 3 sind die allgemeinen Grundsätze des WpÜG aufgeführt: Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die derselben Gattung angehören, sind gleich zu behandeln. Ferner müssen sie über genügend Zeit und ausreichend Informationen verfügen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot zu entscheiden. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft müssen im Interesse der Zielgesellschaft handeln. Das Verfahren ist rasch durchzuführen. Beim Handel mit Wertpapieren der betroffenen Gesellschaften dürfen keine Marktverzerrungen geschaffen werden.

Bei einer Übernahme geht es, ökonomisch gesehen, um Nachfrage nach Aktien der Zielgesellschaft.<sup>37</sup> Das WpÜG regelt aber „Angebote“. Angebote sind in § 2 als öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Aktien<sup>38</sup> und anderen Wertpapieren<sup>39</sup> einer Zielgesellschaft definiert. Zielgesellschaften sind Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz im Inland, deren Wertpapiere an einer Börse im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum amtlichen Handel oder zum Handel an einem anderen geregelten Markt zugelassen sind.

Obwohl das Gesetz „Angebote“ regelt, gibt es keine Anbieter, sondern nur Bieter. Bieter sind nach § 2 Abs. 4 Personen oder Personengesellschaften, die allein oder gemeinsam mit anderen ein Angebot abgeben, abgeben wollen oder abgeben müssen. Gemeinsam handelt, wer sich abstimmt. Das WpÜG unterscheidet drei Angebote: Gebote, die nicht auf Kontrolle abzielen (Teilangebote, häufig auch als Erwerbsangebote bezeichnet, §§ 10-28), Gebote, die auf Kontrolle abzielen (Übernahmeangebote, §§ 29-34), und Pflichtangebote (§§ 35-39). Teilangebote und Übernahmeangebote sind freiwillige Gebote. Übernahmeangebote und Pflichtangebote sind Vollangebote (§ 32). Die Vorschriften zu Teilangeboten gelten

<sup>36</sup> Vgl. Stützel (1960), S. 955 mit Verweis auf Mestmäcker.

<sup>37</sup> Man spricht deshalb vom „takeover bid“.

<sup>38</sup> Genau: Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, die Aktien vertreten (§ 2 Abs. 2 Nr. 1). Aktien sind Gegenstand von Teil-, Übernahme- und Pflichtangeboten.

auch für Übernahmeangebote (§ 34), die Bestimmungen für Übernahmeangebote mit einigen Ausnahmen auch für Pflichtangebote (§ 39). Deshalb werden die §§ 10-28 in der Gesetzesbegründung (S. 29f.) als allgemeine Grundregeln bezeichnet.

Wer die Kontrolle über eine Gesellschaft (30% der Stimmrechte oder mehr, § 29 Abs. 2) erlangt, muß das binnen einer Woche bekannt machen und den außenstehenden Aktionären der Zielgesellschaft innerhalb von vier Wochen nach dieser Veröffentlichung ein Pflichtangebot unterbreiten (§ 35 Abs. 1 und 2). Weil für Pflichtangebot und Übernahmeangebot gleiche Bestimmungen gelten, enthält das WpÜG eine Befreiung vom Pflichtangebot, wenn die Kontrolle durch ein Übernahmeangebot erlangt wurde (§ 35 Abs. 3). Wegen dieses Regelungskonzepts fällt der Abschnitt zum Pflichtangebot sehr kurz aus und enthält neben § 35 Abs. 1 und 2 vor allem Befreiungsregelungen. Zentrale Bedeutung hat deshalb die Regelung der beiden freiwilligen Gebote, vor allem die Ausgestaltung des Übernahmeangebots.

## **6. Verfahren**

Bevor die Entscheidung über ein Angebot im Sinne des WpÜG fällt, kann der spätere Bieter Aktien der Zielgesellschaft kaufen, mit ihren Aktionären oder Vertretern verhandeln oder eine Einstiegsbeteiligung börslich oder außerbörslich erwerben. Wer sich freiwillig für ein öffentliches Angebot entscheidet oder dazu wegen Kontrollerwerbs verpflichtet ist, hat diese Entscheidung oder Verpflichtung nach § 10 unverzüglich in einem Börsenpflichtblatt oder über ein weitverbreitetes elektronisches Informationssystem zu veröffentlichen.<sup>40</sup> Vor der Veröffentlichung sind das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) und die Geschäftsführungen der Börsen zu informieren, an denen die Aktien der Zielgesellschaft, der Bieterin und anderer betroffener Gesellschaften zugelassen sind oder an denen Derivate auf diese Aktien gehandelt werden.

Innerhalb von vier Wochen nach Veröffentlichung der Entscheidung<sup>41</sup> oder Verpflichtung hat der Bieter dem BAWe die Angebotsunterlage in deutscher Sprache vorzulegen (§ 14 Abs. 1, § 35 Abs. 2). Sie ist im Internet und in einem Börsenpflichtblatt zu veröffent-

---

<sup>39</sup> Genau: andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbaren Wertpapieren oder Zertifikaten, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben (§ 2 Abs. 2 Nr. 2). Andere Wertpapiere sind Gegenstand von Teilangeboten. Im Folgenden wird nur auf Aktien eingegangen.

<sup>40</sup> Da vor allem bei der Zielgesellschaft mit Kursänderungen zu rechnen ist, ergibt sich diese Verpflichtung nicht bereits aus der Pflicht zu Ad-hoc-Mitteilungen nach § 15 WpHG.

<sup>41</sup> Das BAWe kann die Frist u.U. um bis zu vier Wochen verlängern (§ 14 Abs. 1).

lichen, wenn das BAWe das gestattet oder wenn seit Eingang beim BAWe zehn Werktage verstrichen sind, ohne daß vom BAWe das Angebot untersagt wurde (§ 14 Abs. 2). Vor der Veröffentlichung hat der Bieter die Finanzierung seines Gebots sicherzustellen (§ 13). Die Angebotsunterlage ist bei der Aktienbesitzkonzentration das, was der Prospekt für die Streuung der Aktie ist. Deshalb wird auch vom Übernahmeprospekt gesprochen. Entsprechend enthält schon § 11 eine Vielzahl von aufzunehmenden Positionen, weitere Details regelt eine Rechtsverordnung (§ 2 WpÜG-Angebotsverordnung), damit die Adressaten zu einem zutreffenden und vollständigen Urteil über die Bieterin und ihr Angebot gelangen können.

Über Höhe und Art<sup>42</sup> der gebotenen Gegenleistung für die Aktien der Zielgesellschaft muß der Übernahmeprospekt ebenso Angaben enthalten wie über Beginn und Ende der Annahmefrist. Die Frist beträgt mindestens vier, höchstens zehn Wochen (§ 16 Abs. 1). Der Bieter kann sein Gebot davon abhängig machen, daß er bei Ablauf der Frist mindestens einen bestimmten Anteil an der Zielgesellschaft erreicht (§ 11 Abs. 2 Nr. 5, § 16 Abs. 2, § 18). Das gilt nicht bei Pflichtangeboten (§ 39). Während der Annahmefrist kann der Bieter den Kurs erhöhen, eine andere Gegenleistung anbieten, den Mindestanteil senken oder auf Bedingungen verzichten. Wer das Gebot bereits zuvor angenommen hatte, kann dann zurücktreten. Wenn die Änderungen innerhalb von zwei Wochen vor Ende der Annahmefrist erfolgen, so führt das dazu, daß sich die Annahmefrist einmalig um zwei Wochen verlängert (§ 21). Wie beim Prospekt gibt es auch eine Haftung für die Angebotsunterlage (§ 12).

Die Angebotsunterlage ist nach ihrer Veröffentlichung auch dem Vorstand der Zielgesellschaft und dem Betriebsrat unverzüglich zu übermitteln (§ 14 Abs. 4). Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben dazu und zu etwaigen Änderungen unverzüglich Stellung zu nehmen, ihrer Stellungnahme die des Betriebsrats beizufügen und sie im Internet und einem Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen (§ 27). Werbemaßnahmen von Bieter und Zielgesellschaft sind zulässig. Mißstände, die dabei auftreten können, darf das BAWe untersagen. Ungerechtfertigte Zuwendungen an Mitglieder des Vorstandes oder Aufsichtsrats der Zielgesellschaft sind verboten (§ 33 Abs. 3), in jedem Fall sind Zuwendungen bekanntzugeben (§ 11 Abs. 2).<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Beim Teilangebot kann der Bieter die Art der Gegenleistung völlig frei wählen. Beim Übernahme- und Pflichtangebot muß er Euro-Bargeld oder liquide Aktien anbieten, daneben sind andere Arten zulässig (§ 31 Abs. 2). Unter bestimmten Umständen ist das Anbieten einer Geldleistung zwingend (§ 31 Abs. 3).

<sup>43</sup> Zur Beeinflussung und Beeinflußbarkeit von Vorständen hat sich schon Manne (1965), S. 118 deutlich geäußert.



Wird die Hauptversammlung der Zielgesellschaft zu dem Angebot einberufen, gelten hierfür verkürzte Fristen, und der Versammlungsort darf entgegen der Satzung gewählt werden. Die Annahmefrist beträgt dann auf jeden Fall zehn Wochen (§ 16 Abs. 3 und 4). Für die Handlungen des Vorstands sieht § 33 ein Regel-Ausnahme-System vor: Nach der Grundregel darf der Vorstand nicht gegen ein Übernahmeangebot handeln. Allerdings gibt es Ausnahmen: Zulässig sind Handlungen, wie sie ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer auch ohne Übernahmeangebot vorgenommen hätte, die Suche nach einem konkurrierenden Angebot, aber auch Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat (§ 33 Abs. 1). Ferner sind auch der Art nach bestimmte Abwehrmaßnahmen zulässig, sofern die Hauptversammlung den Vorstand vor längstens 18 Monaten mit mindestens 75% des vertretenen Kapitals dazu ermächtigt hat. Der Vorstand benötigt die Zustimmung des Aufsichtsrats auch, wenn er die Maßnahmen aus diesen Vorratsbeschlüssen ergreift (§ 33 Abs. 2).

Gelingt es dem Vorstand der Zielgesellschaft, einen weiteren Bieter zu finden, oder kommt es spontan zu einem weiteren Gebot während der Annahmefrist, verlängert sich die Annahmefrist des laufenden Gebots bis zum Ende der Annahmefrist des weiteren Gebots. Wer das laufende Gebot vor Veröffentlichung der Unterlage für das weitere Gebot angenommen hat, kann vom Vertrag zurücktreten (§ 22). Auch bis zu zwei Wochen nach Ende der Annahmefrist haben Aktionäre die Möglichkeit, ein Übernahmeangebot anzunehmen (sog. weitere Annahmefrist). Sie kommen also nicht in die Zwangslage, entweder wider Willen zu seinem Gelingen beizutragen oder unter eine ungewollte Herrschaft zu gelangen. Sie können zunächst als Zaungäste das Geschehen beobachten. Wenn sich die neue Herrschaft mit ihrem Gebot durchsetzt, haben sie noch zwei Wochen lang Gelegenheit, zu den Konditionen des Gebots aus der Gesellschaft auszuschneiden (§ 16 Abs. 2 Satz 1).

Der Bieter muß unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist und der weiteren Annahmefrist das Ergebnis seines Gebots veröffentlichen (§ 23 Abs. 1 Nr. 2 und 3). Pflichtangebote sind unbedingte, und der Bieter muß alle angedienten Aktien kaufen. Sie führen deshalb immer zum „Erfolg“. Das gilt auch für Übernahmeangebote ohne Mindestanteil. Übernahmeangebote, die unter der Bedingung abgegeben wurden, daß ein Mindestanteil<sup>44</sup> erreicht wird, haben nur dann Erfolg, wenn dieser Mindestanteil erreicht wird (§ 16 Abs. 2 Satz 2). Der Bieter muß aber alle angedienten Aktien kaufen, da es sich um ein Vollangebot handelt. Teilangebote auf Aktien werden zur Abgrenzung von Übernahmeangeboten einen Mindestanteil von unter 30%

---

<sup>44</sup> Der Mindestanteil wird hier mindestens 30% und höchstens 100% betragen.

aufweisen. Haben sie Erfolg und werden Aktien über den Mindestanteil hinaus angeboten, wird das Aktienangebot repartiert. Der Bieter muß und darf nur den Mindestanteil kaufen (§ 19). Ein freiwilliges Gebot, das fehlschlägt, weil es den Mindestanteil nicht erreicht oder weil es vom BAWe untersagt wurde, kann erst nach Ablauf eines Jahres erneuert werden, außer wenn die Zielgesellschaft dem erneuten Gebot zu einem früheren Zeitpunkt zustimmt (§ 26).

## **7. Zentrale Regelungsbereiche des Gesetzes<sup>45</sup>**

### *7.1. Kompetenzen von Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionären der Zielgesellschaft bei der Abwehr von Übernahmeversuchen*

Besonders hart wurde darum gerungen, wie sich die Leitung der Zielgesellschaft in der Übernahmesituation verhalten soll.<sup>46</sup> An dieser Frage ist die EU-Übernehmerichtlinie gescheitert. Auch im WpÜG hat der Sinneswandel der Bundesregierung Spuren hinterlassen, wie die Änderungen im § 33 vom Referentenentwurf (RefE, März 2001) über den Regierungsentwurf (RegE, Juli 2001) bis zum Gesetz (November 2001) zeigen.

WpÜG und beide Vorversionen enthalten im Grundsatz ein Vereitelungsverbot: Von der Veröffentlichung der Entscheidung zur Angebotsabgabe bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses sind dem Vorstand der Zielgesellschaft alle Handlungen verboten, die den Erfolg des Angebots verhindern können. Aber es gibt, wie bereits ausgeführt wurde, vier Ausnahmen, die dem Vorstand selbständiges Handeln erlauben: die Suche nach einem konkurrierenden Angebot (weißer Ritter) sowie Handlungen, wie sie ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft auch ohne Vorliegen eines Übernahmeangebots vorgenommen hätte, Gegenmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats und Gegenmaßnahmen aufgrund zulässiger Vorratsbeschlüsse, ebenfalls mit Aufsichtsratszustimmung.

Gegenüber RefE und RegE haben sich die Kräfteverhältnisse zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung im Gesetzgebungsprozeß verschoben. Die Grundregel des Regel-Ausnahme-Systems bleibt unverändert, wurde aber durch weitere Ausnahmen ergänzt.

---

<sup>45</sup> Dieser Aufsatz muß sich darauf beschränken, für die zentralen Regelungsbereiche bei Übernahme- und Pflichtangeboten die Vorschriften des WpÜG darzustellen und vor dem Hintergrund des Schrifttums einzuordnen. Kürzere Darstellungen zur Übernahmeregulierung findet der Leser bei Schmidt (1987) und Drukarczyk (1993), S. 637-645, ausführliche Erörterungen z.B. in den Monographien von Reul (1991), Lüttmann (1992), Flassak (1995), Krause (1996), Munscheck (1999) und Hecker (2000).

<sup>46</sup> Zur aktuellen juristischen Diskussion dieses Aspekts, unter Rückgriff auf ökonomische Argumente, siehe insbes. Kirchner (1999), Hopt (2000), Kirchner/Painter (2000), Merkt (2001) und Mülbert/Birke (2001).

Der RefE sah noch keine Vorratsbeschlüsse vor. Nach dem RegE ermächtigte die Hauptversammlung den Vorstand zu Handlungen, die im Einzelnen und nicht der Art nach zu bestimmen waren. Im Falle einer konkreten Übernahmesituation benötigte der Vorstand für Gegenmaßnahmen nach RefE und RegE die Zustimmung der Hauptversammlung. Rechtlich muß das aber nicht viel bedeuten. Die Ausnahmen sind kein Freibrief. Denn inhaltlich müssen die Ausnahmen von der Grundregel her interpretiert werden. Schon dadurch sind sie eingeschränkt, daneben müssen Vorstand und Aufsichtsrat die aktienrechtlichen Schranken beachten. Darüber hinaus engen verfassungsrechtliche Schranken den Spielraum von Vorstand und Aufsichtsrat bei den Ausnahmen ein. Wenn ein mitbestimmter Aufsichtsrat Verkaufschancen der Aktionäre zunichte macht, dürfte das ein Eingriff in das Vermögensrecht der Aktionäre sein.<sup>47</sup> Neben der rechtlichen Bedeutung kommt es auch auf die faktischen Auswirkungen der Ausnahmen an.

Der Vorstand führt das Unternehmen im Auftrag der Aktionäre. Damit entsteht ein Handlungsspielraum. Er soll den Spezialisierungsvorteil des Vorstands zum Tragen kommen lassen, kann aber bei Interessenkonflikten zum Handeln gegen die Aktionäre benutzt werden. Bei Übernahmen ist es fraglich, ob Vorstand sowie Aktionärs- und Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat oder Bevollmächtigte in der Hauptversammlung die Interessen der Aktionäre vertreten. Die Begründung im RefE zu § 33 Abs. 1 weist darauf hin, daß Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat Einfluß und oft auch die eigene Position verlieren, wenn die Aktionäre der Übernahme zustimmen.<sup>48</sup>

Ein Ausweg liegt darin, bei Übernahmen und anderen Interessenkonflikten den Delegationsgrad radikal zu verringern und Delegation zu vermeiden.<sup>49</sup> Die Entscheidung über das Übernahmeangebot ist in die Hände der Aktionäre zu legen.<sup>50</sup> Diesen Weg wollte der Gesetzgeber ursprünglich gehen. Folgerichtig reduzierte der RefE in Übernahmeangelegenheiten den Delegationsgrad und gab den Aktionären eine starke Stellung.<sup>51</sup> Der Hinweis auf den Interes-

---

<sup>47</sup> Zschocke (2002), S. 82f.

<sup>48</sup> „Hinzu tritt der Konflikt, in den Vorstand und Aufsichtsrat im Hinblick auf eigene Interessen stehen, nicht auf Grund einer Übernahme Einfluß und ggf. die eigene Position zu verlieren.“

<sup>49</sup> Abfindungsregeln für den Übernahmefall wären ein anderer Weg, den Interessenkonflikt zu entschärfen. Diesen Weg versperrt § 33 Abs. 3; Mülberr/Birke (2001), S. 709f. Aber „goldene Fallschirme“ haben auch ihre Tücken, da sie Allianzen zwischen der Unternehmensleitung der Zielgesellschaft und dem Bieter auf Kosten der Zielgesellschaftsaktionäre fördern könnten.

<sup>50</sup> Hopt (1993), S. 547-549.

<sup>51</sup> Der RefE entsprach im Kern den Vorschlägen Gilsons (1981), S. 865-870. Gilson empfahl im Grundsatz eine Passivitätspflicht für die Unternehmensleitung in der Übernahmesituation, von der es nur zwei Ausnahmen geben sollte: die Information der Aktionäre (in § 27 umgesetzt) und die Suche nach einem besseren Gebot (§ 33 Abs. 1).

senkonflikt von Organmitgliedern ist in der Gesetzesbegründung geblieben.<sup>52</sup> Dennoch gewann der Aufsichtsrat während des Gesetzgebungsverfahrens immer mehr Kompetenzen in Übernahmeangelegenheiten.

Die Gesetzesbegründung geht von gleichgerichteten Interessen von Vorstand und Aufsichtsrat aus. Das ist plausibel. Also ist der Aufsichtsrat in der Übernahmesituation weniger als sonst als Anwalt der Aktionärsinteressen gegenüber dem Vorstand geeignet. In der Tendenz läuft das Erfordernis seiner Zustimmung aus Aktionärssicht ins Leere.<sup>53</sup> Die Interessen von Aktionären, Aufsichtsrat und Vorstand sind vielleicht dann gleichgerichtet, wenn ein Bieter gesucht wird, der den bestehenden Vorstand und Aufsichtsrat weitgehend unangetastet läßt und der einen höheren Kurs zu zahlen bereit ist. Vorstand und Aufsichtsrat könnten aber auch Sachwalter der anderen Unternehmensbeteiligten sein, z.B. der Arbeitnehmer, der Gläubiger oder der Standortgemeinde, deren Anliegen sonst in der Übernahmesituation zu kurz kommen könnten. Man begegnet hier der traditionellen Vorstellung vom „Unternehmensinteresse“<sup>54</sup>, das der Vorstand zu wahren hat.<sup>55</sup>

Das Gesamturteil über § 33 mag umstritten sein. Wer Übernahmen wie Manne betrachtet, wird konzedieren, daß Abwehrmaßnahmen den Preis einer Übernahme erhöhen. Dem höheren Preis wird er aber die Kosten von Abwehrmaßnahmen und vor allem die geringere Übernahmewahrscheinlichkeit gegenüberstellen. Wer die Streubesitzaktionäre schützen

---

<sup>52</sup> Begründung des Regierungsentwurfs, S. 57.

<sup>53</sup> So auch Hopt (2000), S. 1378, 1382. Dagegen erwartet der Gesetzgeber trotz seiner oben zitierten Problemanalyse eine wirksame Kontrolle des Vorstands durch den Aufsichtsrat. In der Gesetzesbegründung zu § 33 Abs. 2 (S. 58f.) findet sich folgende Passage: „Durch die Zustimmung des Aufsichtsrats wird eine Kontrolle des Vorstandshandelns in der konkreten Übernahmesituation ermöglicht, was das erforderliche Korrelat für den Umstand darstellt, daß der dem Vorstandshandeln zu Grunde liegende Hauptversammlungsbeschluß nicht in Kenntnis des konkreten Angebots erfolgte.“

Die im Bundesfinanzministerium für das Gesetzesvorhaben zuständigen Oberregierungsräte Möller und Pötzsch (2001), S. 1260 berichten, daß diese Änderungen „vehement von den betroffenen Kreisen gefordert worden“ seien. Nach Presseberichten handelte es sich dabei vor allem um die Vorstände großer Unternehmen und um Gewerkschaftsvertreter.

<sup>54</sup> Mülbart (1997); Hopt (2001), S. 68. An dieser Stelle liegt es nahe, die Vorstellung vom „Unternehmen an sich“ als Inkarnation der Agency-Theorie zu begreifen, weil sie alle Agenten vereint. In welchem Sinne diese Aussage explanatorisch oder normativ gedeutet werden sollte, ist hier nicht zu behandeln.

<sup>55</sup> In der Literatur finden sich weitere Argumente für einen größeren Handlungsspielraum der Unternehmensleitung in der Übernahmesituation (Mülbart/Birke, 2001): Abwehrmaßnahmen in der Verfügung des Vorstands könnten zu einem höheren Angebotspreis führen. Der Vorstand könnte die Interessen der Aktionäre in der Übernahmesituation vertreten, was besonders nützlich wäre, wenn er über Spezialisierungsvorteile in dieser Situation verfügte oder Koordinationsprobleme unter den Streubesitzaktionären zu einem Annahmezwang („pressure to tender“) führten. Der letzte Fall geht auf Bebchuk (1987; 1994) zurück: Streubesitzaktionäre können durch ein Übernahmeangebot in eine Gefangenen-Dilemma-Situation geraten. Um nicht in der ungünstigen Minderheitsposition nach der

und ihnen einen höheren Übernahmepreis sichern möchte, wird auch nicht auf die Unternehmensleitung bauen; weder die Aktionäre noch die anderen Gruppen können im Übernahmefall erwarten, daß ihre Interessen und die des Managements harmonieren.<sup>56</sup> Aus beiden Blickwinkeln ist die Richtung zu bedauern, in die das Pendel während der Gesetzgebungsphase geschwungen ist. Wie sich dieser Pendelschwung in den gesellschafts- und verfassungsrechtlichen Grenzen auswirkt, bleibt abzuwarten. Er betrifft ohnehin nur Gesellschaften ohne Mehrheitsaktionär oder Mehrheitsgruppe, die in Deutschland relativ selten sind.

## 7.2. Grundregeln für den Markt zur Konzentration von Streubesitz

### 7.2.1. Höhe der Gegenleistung

Für Übernahme- und Pflichtangebote sieht das WpÜG Mindestkurse vor. Die Gegenleistung muß „angemessen“ sein (§ 33 Abs. 1).<sup>57</sup> §§ 3-7 WpÜG-Angebotsverordnung regeln die Details. Der Mindestkurs in der Angebotsunterlage muß zwei Untergrenzen genügen. Die erste ist der höchste Kurs, den der Bieter innerhalb der drei Monate vor der Veröffentlichung des Angebots gezahlt hat (Vorerwerbsuntergrenze, § 4 WpÜG-Angebotsverordnung). Die zweite ist der umsatzgewichtete Durchschnitt aus den Kursen der Aktie der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung,<sup>58</sup> sofern die Aktie zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen ist (Börsenhandelsuntergrenze, § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung).<sup>59</sup> Bei nicht ausreichender Marktliquidität muß statt auf den Börsenkurs auf eine Unternehmensbewertung zurückgegriffen werden (§ 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung). Das Gebot darf die höhere der beiden Untergrenzen nicht unterschreiten.

Erwirbt der Bieter nach Veröffentlichung des Angebots und vor Ende der Annahmefrist Aktien zu einem Kurs über dem Gebot, erhöht sich die Gegenleistung um den Unterschiedsbetrag (§ 31 Abs. 4). Entsprechendes gilt, wenn der Bieter innerhalb eines Jahres nach

---

Übernahme zurückzubleiben, nehmen die Streubesitzaktionäre ein Übernahmeangebot an, das ein einzelner Aktionär mit gleich großem Aktienbesitz abgelehnt hätte.

<sup>56</sup> Was für einige Konstellationen aber durchaus wahrscheinlich ist. Siehe dazu Wenger (2001) mit Blick auf Beharrungskräfte gegen den Strukturwandel, den zu fördern sich auch das WpÜG auf die Fahnen geschrieben hat (Gesetzesbegründung, S. 27).

<sup>57</sup> Die Gegenleistung wird zum einen in § 33 geregelt, zum anderen berechtigt § 33 Abs. 7 das Bundesfinanzministerium, Näheres in einer Rechtsverordnung zu regeln. Diese Kompetenz kann es auf das BAWe übertragen.

<sup>58</sup> Man beachte, daß die beiden Dreimonatsfristen an unterschiedlichen Zeitpunkten ansetzen.

<sup>59</sup> § 6 WpÜG-Angebotsverordnung regelt gleichgerichtet den Fall, wenn die Aktien ausschließlich an einem organisierten Markt in einem anderen Staat des EWR zum Handel zugelassen sind.

der Veröffentlichung des Ergebnisses außerhalb der Börse einen höheren Kurs für Aktien der Zielgesellschaft zahlt (§ 31 Abs. 5).

#### *7.2.1.1. Vorerwerbsuntergrenze mit Paketzuschlag*

Der Paketzuschlag ist der Aufschlag auf den Börsenkurs, den der Käufer bei Erwerb eines größeren Anteils an der Zielgesellschaft zahlt. Er wird auch als Kontrollprämie bezeichnet. Bei Paketzuschlägen ergab der Gesetzgebungsprozeß eine wesentliche Änderung: Je höher der Paketzuschlag, in den drei Monaten vor der Angebotsveröffentlichung gezahlt, desto höher ist die Vorerwerbsuntergrenze. Dagegen sah § 4 Angebotsverordnung-RefE bei den Vorerwerben noch einen Paketzuschlag bis zu 15% vor, der nicht diese Untergrenze anhob, also auch nicht an die übrigen Aktionäre zu zahlen war.

Die Literatur nennt mehrere Gründe für den Paketzuschlag. Dabei stehen Sondervorteile des Paketaktionärs im Zentrum.<sup>60</sup> Abgesehen davon ist im Aktienhandel stets mit einem Großmengenzuschlag zu rechnen, weil sich sonst bei umfangreichen Käufen nicht genügend Anbieter mobilisieren lassen. Der Paketzuschlag ist weit verbreitet, auch in Deutschland.<sup>61</sup>

Zu der Frage, ob der Paketzuschlag die Vorerwerbsuntergrenze anheben soll, sind verschiedene Argumentationen denkbar. Zwei seien hier skizziert. Argumentation 1: Wegen der Sondervorteile des Kontrollaktionärs liegt der Börsenkurs unter dem Unternehmenswert pro Aktie. Bei Übernahmen mit Vollangebotspflicht soll dieser Abschlag möglichst verschwinden, denn Sondervorteile sind gesellschaftswidrig. Der bisherige mit Sondervorteilen bedachte Kontrollaktionär soll bei der Übernahme gerade keinen höheren Kurs erhalten als die Streubesitzaktionäre. Wenn sich der Paketzuschlag auf die Untergrenze auswirkt, dann beendet das die Sonderbehandlung. Der Bieter muß sich an dem Kurs orientieren, der dem Unternehmenswert entspricht. Einen Paketzuschlag bietet er gerade nicht, aber für alle den gleichen angemessen hohen Kurs.<sup>62</sup> Folglich ist die Regelung im WpÜG zu begrüßen. Argumentation 2: Kontrollaktionäre berücksichtigen ihre Sondervorteile, wenn sie die Abgabepreisuntergrenze für ihr Paket ermitteln. Wegen der Vorerwerbsuntergrenze und der Vollangebotspflicht wird aber niemand für Aktien einer Gesellschaft mit erheblichem Streubesitz so viel bieten, daß es sich für einen Kontrollaktionär lohnt, sein Paket zu verkaufen. Also

---

<sup>60</sup> Stützel (1960), S. 962-967; Barclay/Holderness (1989), S. 373-375.

<sup>61</sup> Franks/Mayer (2001).

<sup>62</sup> Wenger et al. (2001), S. 321f. Siehe auch oben Abschnitt 2.3.

werden Übernahmen durch die Vorerwerbsuntergrenze des WpÜG behindert.<sup>63</sup> Zusammen mit dem lückenhaften deutschen Konzernrecht, das hohe Sondervorteile zuläßt, kettet sie die Kontrollaktionäre an ihre Position.<sup>64</sup> Dieses Problem fällt in Deutschland, wo die Mehrheit der Börsengesellschaften einen Kontrollaktionär hat, besonders ins Gewicht, während es sich in Großbritannien kaum stellt.

Allerdings hindert das WpÜG niemand daran, Pakete unter der Kontrollschwelle mit Zuschlag zu kaufen, und erst mehr als drei Monate später ein Übernahmegebot abzugeben. So gesehen gestattet das Gesetz durch diese kurze Vorerwerbsfrist, beide Argumentationen pragmatisch zu vereinen. Es kommt dann zur Übernahme, ohne daß der Kurs für die Übernahme von Streubesitz den Wert der Sondervorteile widerspiegelt.

#### *7.2.1.2. Börsenhandelsuntergrenze*

Das WpÜG folgt dem jüngsten Trend in der Rechtsprechung, dem Börsenkurs bei einer geregelten Aktienbesitzkonzentration eine größere Bedeutung einzuräumen.<sup>65</sup> Es legt Beginn und Ende des Zeitraums fest, in dem Börsenkurse für die zweite Untergrenze zu berücksichtigen sind. Anknüpfungspunkt für das Ende ist der Moment, in dem ein Bieter seine Entscheidung zur Angebotsabgabe veröffentlicht. Die konkrete Übernahmeabsicht dürfte sich bis dahin kaum auf den Kurs ausgewirkt haben. Ihr Kurseinfluß zeigt sich erst mit der Veröffentlichung in vollem Umfang.<sup>66</sup>

Das Abstellen auf einen Zeitraum und nicht auf einen Zeitpunkt mindert den Einfluß denkbarer Manipulationen auf die Untergrenze. Aber ein Zeitraum hat auch seine Tücken: Weniger dann, wenn in dem Dreimonatszeitraum die Kurse gestiegen sind. Der Durch-

---

<sup>63</sup> Vgl. Manne (1965), S. 116f. Rau-Bredow (1999), S. 766-769 zeigt, wie auch effizienzsteigernde Kontrollwechsel durch eine solche Regelung blockiert werden können. Die skizzierte Entwicklung ist um so wahrscheinlicher, je größer der Kontrollhebel des Kontrollaktionärs ist, da mit dem Kontrollhebel der Anreiz zur Ausbeutung der Minderheit zunimmt. Betroffen sind also vor allem solche Unternehmen, die der Kontrollaktionär mit wenig Kapitaleinsatz kontrolliert, also z.B. mit nur knapper Mehrheit oder wenn es auch stimmrechtsloses Vorzugskapital gibt. In diesen Fällen verringert sich die Übernahmewahrscheinlichkeit besonders stark, da der Bieter die vergleichsweise große Prämie wegen der Pflicht zu einem Vollangebot einer vergleichsweise großen Zahl weiterer Aktionäre, auch den Vorzugsaktionären, anbieten muß.

<sup>64</sup> Deutsch (2002), S. 15f. schlägt angesichts der Probleme, die Sondervorteile verursachen können, den Verzicht auf die Vorerwerbsuntergrenze vor.

<sup>65</sup> So namentlich im Fall DAT/Altana mit Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs. Zum BGH-Beschluß vom 12.3.01 Der Betrieb, 54. Jg. (2001), S. 969-975 und Vetter (2001).

<sup>66</sup> Zum diskontinuierlichen Kurseinfluß eines Ereignisses, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit schrittweise an eins heranrückt, vgl. Fn. 20 und 22.

schnittkurs, also die Börsenhandelsuntergrenze, liegt dann unter dem aktuellen Börsenkurs. Um Erfolg zu haben, wird der Bieter einen Kurs wählen, der über dem Börsenkurs und damit über der Börsenhandelsuntergrenze liegt, zumal das WpÜG Regelungen enthält, die dem Annahmedruck auf die Streubesitzaktionäre entgegenwirken.<sup>67</sup> Anders im Fall sinkender Kurse während des Dreimonatszeitraums. Dann liegt die Untergrenze über dem aktuellen Börsenkurs. Ist der Abstand erheblich, und setzt sich die Abwärtsbewegung über einen längeren Zeitraum fort, wird die Börsenhandelsuntergrenze zum Übernahmehindernis. Vorerwerbe zu hohen Kursen mögen noch hinzukommen. Also liegt es nahe, den Gesetzgeber aufzufordern, hier nachzubessern. Wer das verlangt, sollte aber bedenken, wie schwierig es ist, einen Weg zu finden, wie in solchen Fällen die Untergrenze ohne Manipulationsgefahr gesenkt werden kann. Er sollte zudem bedenken, daß sich dieses Problem auch bei der Vorerwerbsuntergrenze stellt und um so ausgeprägter sein kann, je länger die Zeiträume sind, während derer Börsenkurse oder Vorerwerbe zu berücksichtigen sind.<sup>68</sup>

Die Dreimonatsfristen setzen für Vorerwerbe und Börsenkurse an unterschiedlichen Zeitpunkten an (§§ 4f. WpÜG-Angebotsverordnung). Die Frist endet bei Vorerwerben mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage, bei den Börsenkursen schon mit der Bekanntgabe der Übernahmeabsicht. Bei der Vorerwerbsuntergrenze ist es sicher vernünftig, auch Erwerbe zwischen der Entscheidung zur Angebotsabgabe und der Angebotsabgabe selbst zu berücksichtigen. Allerdings beginnt der Zeitraum für Börsenkurse damit weiter in der Vergangenheit als der für Vorerwerbe. Da zwischen beiden Zeitpunkten nach § 14 mehr als ein Monat liegen kann, ist folgender Fall möglich: Ein Bieter gibt am 1. Oktober seine Entscheidung bekannt, ein Gebot abzugeben, und veröffentlicht es am 21. Oktober. Dann gehen die Börsenkurse vom 1. bis 20. Juli schon in eine Untergrenze ein, Vorerwerbe in diesem Zeitraum aber noch nicht. Diese Asymmetrie kann nicht recht überzeugen, auch wenn sie Übernahmen erleichtern mag. Sie könnte einfach beseitigt werden, indem man den Vorerwerbszeitraum bei unverändertem Endpunkt am gleichen Tag beginnen ließe wie den Börsenhandelszeitraum. Noch überzeu-

---

<sup>67</sup> Insbesondere lange Fristen, Rücktrittsrechte, Informationspflichten und die Zaungastregel (siehe unten Abschnitt 7.2.3.).

<sup>68</sup> Ob eine Kursadjustierung entsprechend einer Indexentwicklung sinnvoll ist, sei hier nicht diskutiert. In früheren Gesetzesfassungen konnte die Börsenkursentwicklung auch bei Nacherwerben zu Problemen führen. Noch der RegE sah in § 31 Abs. 4 eine Nachbesserungspflicht auch für Nacherwerbe über die Börse vor. Stieg innerhalb der Jahresfrist der Kurs erheblich über den Gebotspreis, wäre es dem Bieter kaum möglich, vor Ablauf des einen Jahres seine Beteiligung aufzustocken. In dieser Situation mutierte § 31 Abs. 4 RegE von einem Schutz vor Umgehungstatbeständen beim Aktienerwerb, wie es beabsichtigt war, zu einem Vehikel, mit dem Aktionäre, die in einem fairen Verfahren ihre Aktien verkauft haben, auch noch an nachfolgenden Kurssteigerungen und nur an Kurssteigerungen teilhaben. Vor diesem Hintergrund ist die Änderung in § 31 Abs. 4 sehr zu begrüßen, daß die Nachbesserungspflicht nur für außerbörsliche Nacherwerbe gilt.



gender als Symmetrie wäre es allerdings nach Argumentation 1, einen Vorerwerbszeitraum vorzusehen, der wesentlich länger ist als der Börsenhandelszeitraum. Je länger der Vorerwerbszeitraum, desto weniger wahrscheinlich ist es, daß eine Übernahme durch Paketkäufe unmittelbar vor dessen Beginn eingeleitet und damit, wie oben ausgeführt, die Funktion der Vorerwerbsuntergrenze umgangen wird.

### *7.2.2. Informationspflichten, Bieterwettbewerb und Aufteilung der Übernahmeprämie*

Die Übernahmeprämie ist die Differenz zwischen dem Übernahmekurs und dem Börsenkurs vor Bekanntwerden der Übernahmeabsicht. Im Schrifttum gibt es zwei Vorstellungen, wie sie auf Altaktionäre und Bieter verteilt werden sollte. Eine Denkrichtung besagt, es müsse Bieterwettbewerb herrschen, und die Ressourcen der Zielgesellschaft sollen ohne kosten-trächtige Zwischenschritte zum besten Wirt gelangen. Eine andere, die Chicago-Schule, hat Bedenken gegen diese Zielsetzung. Um sich im Bieterwettbewerb durchzusetzen, läuft der beste Wirt Gefahr, den vollen Unternehmenswert zu zahlen, und die Altaktionäre erhalten den Großteil der Übernahmeprämie. Jedoch wäre allen Aktionären am besten gedient, wenn die Suche nach Unternehmen, deren Ressourcen besser eingesetzt werden können, so intensiv wie möglich ist. Deshalb sollte der Erstbieter zum Zuge kommen, und zwar zu einem günstigen Übernahmekurs. Dann besteht permanent ein starker Such- und Übernahmeanreiz und in jedem Streubesitzunternehmen ein hoher Druck, es sehr gut zu führen. Es fällt dann auch kaum ins Gewicht, wenn der Erstbieter noch nicht der beste Wirt sein sollte.

Für diese zweite Denkrichtung wäre es schon allermeist genug sicherzustellen, daß nicht weniger als der Börsenkurs vor der Ankündigung geboten wird. In diesem Sinne definiert § 5 WpÜG-Angebotsverordnung einen Durchschnittskurs als Börsenhandelsuntergrenze. Aber das WpÜG geht an mehreren Stellen darüber hinaus. Es folgt eindeutig dem Leitbild, daß die Altaktionäre bei Übernahmen möglichst viel gewinnen sollen. Dazu tragen zunächst die Vollangebotspflicht und die Paketzuschläge bei, die in der Vorerwerbsuntergrenze zu berücksichtigen sind. Wichtig sind aber auch die Informationspflichten des Bieters. Nach der Begründung zu § 11 Abs. 2 (S. 41) ist es für die Beurteilung des Angebots „notwendig, daß der Bieter auch seine Absichten hinsichtlich der künftigen Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft offen legt.“ Er hat in der Angebotsunterlage darüber zu berichten (§ 11 WpÜG, § 2 WpÜG-Angebotsverordnung).<sup>69</sup> Das kann dazu führen, daß die Zielgesellschaft für die

---

<sup>69</sup> § 2 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung präzisiert, daß ein Bieter auch über die zur Festsetzung der Gegenleistung angewandten Bewertungsmethoden informieren muß. Diese Regelung kann eine weit-

Altaktionäre attraktiver wird, das Kaufinteresse des Bieters besser einzuschätzen ist und daß sich weitere Bieter einstellen.<sup>70</sup>

Die Informationspflichten gehören zu den Elementen des WpÜG, die den Bieterwettbewerb anstoßen sollen.<sup>71</sup> Schon dadurch, daß er seine Entscheidung für ein Gebot veröffentlichen muß, löst der Erstbieter einen positiven externen Effekt aus, weil er die Aufmerksamkeit auf die Zielgesellschaft lenkt. Muß er noch seine Strategie bekannt machen, wie sich die Ressourcen der Zielgesellschaft besser nutzen lassen, sind auch das kostenlose Anregungen für mögliche weitere Bieter. Ferner verlängert ein weiteres Angebot meist das Verfahren, was dritte und vierte Bieter aktiv werden lassen könnte. Den Bieterwettbewerb fördert schließlich die Vorschrift, daß ein konkurrierender Bieter ein Rücktrittsrecht auslöst (§ 22 Abs. 3) und damit selbst die Aktien leicht gewinnen kann, die bereits dem Vorbieter angedient wurden.

Aber das Rücktrittsrecht<sup>72</sup> wirkt auch gegen ein Ausufern des Bieterwettbewerbs, weil es den Erstbieter stärkt und für seine Sucharbeit belohnt. Es ist davon auszugehen, daß der Erstbieter schon vor der Veröffentlichung der Übernahmeentscheidung einen nennenswerten Unternehmensanteil erworben hat. Allein diesen Anteil kann er mit Gewinn verkaufen, wenn letztlich ein anderer Bieter die Zielgesellschaft erwirbt. Folgebieter, die sich an das Erstgebot nur anhängen, haben diese Möglichkeit nicht, denn alle auf ein Angebot angedienten Aktien wandern ohne Gewinn für den Zweitbieter zum höheren dritten Gebot. Das Rücktrittsrecht wirkt gegen ein Trittbrettfahrerverhalten auf der Bieterseite. Wenn der Erstbieter einen angemessenen Kurs bietet, lohnt sich ein weiteres Gebot nicht. Nur ein zu niedriges Gebot lockt

---

reichende Informationspflicht des Bieters darstellen, wenn er z.B. auch darlegen müßte, warum er mehr als den aktuellen Börsenkurs zu bieten bereit ist. Schüppen (2001), S. 962 erwartet auch solche Angebotsunterlagen, die „in Richtung einer mittleren betriebswirtschaftlichen Dissertation tendieren.“

<sup>70</sup> Losgelöst von der Verteilung der Übernahmeprämie kann man die Informationspflichten des Bieters auch noch im Zusammenhang mit der Art der angebotenen Gegenleistung diskutieren. Prima facie ist die Angebotsunterlage als Konzentrationsprospekt das Gegenstück zum Emissionsprospekt; Informationen über die Zukunft der Zielgesellschaft wären bei fairem Übernahmekurs nicht zwingend erforderlich. Aber offeriert der Bieter eigene Aktien als Gegenleistung, wird die Angebotsunterlage zum kombinierten Konzentrations- und Emissionsprospekt. Dann benötigt der Angebotsadressat Informationen über die Bietergesellschaft, und dazu gehören auch deren Pläne mit der Zielgesellschaft.

<sup>71</sup> Erinnerung sei auch daran, daß § 33 Abs. 1 dem Vorstand explizit gestattet, einen weißen Ritter zu suchen.

<sup>72</sup> Das Rücktrittsrecht hat damit die gleiche Funktion wie eine Regelung, nach der ein Bieter alle seine Zielgesellschaftsaktien an einen weiteren Bieter verkaufen muß, wenn dieser weitere Bieter einen um 10% höheren Kurs zahlt. Diese Regelung hat Stützel (1960), S. 983f. vorgeschlagen. Das Rücktrittsrecht hat den großen Vorzug, daß sich die bisherigen Zielgesellschaftsaktionäre die Übernehmerin aussuchen und dabei auch andere Faktoren als den Kurs berücksichtigen können. Es hat aber auch den Nachteil, Vorerwerbe den Vorbietern zu belassen.

Folgebieter in den Markt.<sup>73</sup> Das Rücktrittsrecht beinhaltet einen starken Anreiz, schon beim Erstgebot einen angemessen hohen Kurs zu nennen, und es trägt damit viel dazu bei, die Zeit der Ungewißheit und die Dauer der Belagerung der Zielgesellschaft kurz und die Kosten dieser Ausnahmesituation niedrig zu halten. Ob es für einen Vorstand vor diesem Hintergrund immer aussichtsreich ist, nach einem weißen Ritter zu suchen, darf bezweifelt werden.

Alles in allem folgt das WpÜG eindeutig dem Leitbild, daß die Altaktionäre an übernahmebedingten Wertsteigerungen der Zielgesellschaft partizipieren sollen. Im ökonomischen Schrifttum hat sich kein Leitbild als überlegen herauskristallisiert, weshalb diese Richtungsentscheidung hier nicht beurteilt werden soll. Aber das Leitbild des WpÜG steht in bemerkenswertem Kontrast zu anderen rechtlichen Regelungen für das Ausscheiden von Aktionären: Bei Abfindungen im Vertragskonzern (§ 305 Abs. 3 AktG) oder bei Eingliederung (§ 320b AktG) sind Verbundeffekte und Sondervorteile nach herrschender Meinung nicht zu berücksichtigen.<sup>74</sup> In diesen Fällen wird, entgegen dem Ziel, „außenstehende“ oder ausscheidende Aktionäre zu schützen, das Äquivalent zur Übernahmeprämie den „Bieter“ zugesprochen.<sup>75, 76</sup> Die Inkonsistenz von WpÜG und dem Abfindungsrecht läßt sich auch als Paradigmawechsel des Gesetzgebers würdigen: An die Stelle der Bewertung durch Gutachter und Gerichte tritt die Bewertung über einen Marktmechanismus.

---

<sup>73</sup> Auch in der Realität ist unklar, wie intensiv der Bieterwettbewerb überhaupt ist. Andrade et al. (2001), S. 106 berichten, daß es in ihrer Stichprobe von 4.256 Übernahmen in den USA im Schnitt 1,1 Bieter gab. Allerdings ist nicht auszuschließen, daß – ähnlich wie im theoretischen Konzept des Markts für Unternehmenskontrolle – schon die Gefahr ausreicht, daß andere Bieter einsteigen könnten, damit der Erstbieter präventiv ein hohes Gebot abgibt.

<sup>74</sup> Hüffer (1999), S. 1377, 1379, 1474; Hecker (2000), S. 115.

<sup>75</sup> Aber das Leitbild des Konzernrechts fügt sich an anderer Stelle konsistent in das WpÜG ein: § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung sieht eine Unternehmensbewertung vor, wenn aus Börsenkursen keine Kursuntergrenze ermittelt werden kann. Weder Paragraph noch Begründung konkretisieren, ob die Unternehmensbewertung unter der Alleinführungannahme oder unter Berücksichtigung der Bieterabsichten durchzuführen ist. Greift man hilfsweise auf die Alleinführungannahme des Konzernrechts zurück, so ist das ein konsistenter Ersatz für die Börsenkurse, die ja nicht die Übernahmeabsicht reflektieren sollen.

<sup>76</sup> Mülbert (2001), S. 1225-1227 weist auf einen anderen Kontrast bei ähnlich gelagerten Sachverhalten hin, nämlich zwischen dem Kontrolltatbestand im WpÜG und dem Abhängigkeitstatbestand im Konzernrecht. Eine Abhängigkeit sei, wie die Volkswagen/Niedersachsen-Entscheidung von 1997 zeige, auch mit weniger als 30% der Stimmrechte möglich (BGHZ 135, 107, 114). Gemildert werden könnte dieser Kontrast durch das Regelungskonzept des WpÜG, das mitunter kritisiert wird, weil es auch die freiwilligen Gebote sehr detailliert regelt (so z.B. Mülbert, 2001, S. 1223). Gerade deshalb kommt es auch zu einem geregelten Verfahren in den Fällen, in denen ein Anteil unter 30% schon die Kontrolle bedeutet. Dieses Verfahren beinhaltet die Informationspflichten von Bieter (§ 11) und Leitung der Zielgesellschaft (§ 27), aber nicht die Regeln über die Gegenleistung (§ 31) und die Handlungen der Leitung der Zielgesellschaft (§ 33), die im Abschnitt zu Übernahmeangeboten verankert sind.

### 7.2.3. Zaungastregel

Liegt ein Übernahmeangebot vor, steht es den Aktionären frei, untätig zu bleiben und das Geschehen während der Annahmefrist als Zaungäste zu beobachten. Nach § 23 muß der Bieter regelmäßig bekanntgeben, wie viele Aktien ihm angedient wurden. § 16 Abs. 2 räumt den Zaungästen eine „weitere Annahmefrist“ ein: Bei Erfolg eines Angebots können die Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, ihre Aktien noch in den zwei Wochen nach Ablauf der Annahmefrist zu gleichen Konditionen an den Bieter abgeben.

Die Zaungastregel des § 16 baut den Annahmewang auf Streubesitzaktionäre ab. Streubesitzaktionäre könnten sich gezwungen sehen, ein an sich unbefriedigendes Angebot anzunehmen, um nicht am Ende in einer Minderheitsposition zurückzubleiben.<sup>77</sup> Bebchuk (1987, S. 931-935) schlägt deshalb vor, die Abstimmung über das Angebot und das Andienen der Aktien zu trennen: Die Aktionäre sollen zuerst über das Angebot abstimmen. Erreicht es die Mehrheit, kann der Bieter ihre Aktien kaufen. So gesehen setzt die Zaungastregel den Bebchuk-Vorschlag bei Übernahmeangeboten um:<sup>78</sup> Gegen das Angebot stimmt, wer auf die Zaungastregel setzt, wer annimmt, stimmt dafür. Wird im Übernahmeprospekt ein Kontrollanteil genannt, aber nicht erreicht, bleibt das Angebot erfolglos, und es werden keine Aktien verkauft. Wird der Anteil erreicht, können alle Aktionäre verkaufen. Ist das Übernahmeangebot dagegen unbedingt und nennt es keinen Mindestanteil, können sich die Aktionäre an den Erwerbsermeldungen nach § 23 orientieren und sich bei Erreichen der Kontrolle ohne Hast zum Verkauf entschließen.

Der Zaungast erzielt denselben Preis wie der Frühannehmer, ist aber flexibler. Die Zaungastposition dominiert die Frühannahme. Alle ziehen sie vor. Schlägt deshalb das Problem des Annahmewangs ins Gegenteil um, in Attentismus? Die Gefahr ist gering, wenn der Zaungastvorteil klein ist. Dafür kann der Bieter durch einen attraktiven Kurs sorgen. Darauf können sich die Aktionäre ohne Risiko einlassen. Sollte der Kurs doch zu niedrig sein, schützt sie das WpÜG durch den Anreiz für einen Folgebietter und durch das Rücktrittsrecht.

Der Anreiz der Zaungastregel, einen attraktiven Kurs zu bieten, fehlt beim Pflichtangebot (§ 16 Abs. 2, § 39). Die Streubesitzaktionäre sind beim Pflichtangebot besonders exponiert, weil der Bieter schon eine Kontrollschwelle genommen hat. Solange der Bieter die 50%-Schwelle nicht erreicht, kann sich noch ein weiterer Bieter zeigen. Gälte die Zaungastregel, würde es den Aktionären sehr erleichtert, ein unangemessenes Gebot zunächst nicht anzunehmen und damit zu signalisieren, daß sie auf einen weiteren Bieter setzen. Die Zaun-

---

<sup>77</sup> Siehe auch Fn. 55.

gastregel ist nur dann entbehrlich, wenn der Bieter mehr als 50% erwirbt und dadurch das Pflichtangebot ausgelöst wird.

### 8. Offene Fragen

Weitere offene Fragen im WpÜG können hier nur angedeutet werden.

- Sollen die Aktionäre der Übernehmerin vor Hybris ihres Vorstandes bei Übernahmeangeboten geschützt werden?
- Das Pflichtangebot ist auf Aktien der Zielgesellschaft beschränkt.<sup>79</sup> Sollte die Übernehmerin auch ein Angebot für aktiennahe Wertpapiere wie Wandelanleihen, die die Zielgesellschaft emittiert hat, abgeben müssen?<sup>80</sup>
- Verstoßen Vorerwerbe eines weißen Ritters gegen das Insiderrecht?<sup>81</sup>
- Wie sollten weitere Aktienkäufe eines Kontrollaktionärs behandelt werden? Nach dem WpÜG lösen Aktienkäufe von Kontrollaktionären, die ihr Paket vor Inkrafttreten des WpÜG erwarben oder deren Übernahmeverfahren gemäß WpÜG abgeschlossen ist, kein (neuerliches) Pflichtangebot aus.<sup>82</sup>
- Müssen die Emittenten beim Rückkauf eigener Aktien aufgrund von Hauptversammlungsbeschlüssen in Zukunft die Vorschriften über das Teilangebot im WpÜG befolgen? Oder können solche Rückkäufe weiterhin diskret und kursstützend durchgeführt werden, sofern die Gesellschaft sie nur intern vorbereitet, aber nicht in den Medien ankündigt?
- Wenn sich eine neue Herrschaft bei der Muttergesellschaft etabliert, müssen dann nicht auch die Publikumsaktionäre der Töchter eine Ausstiegsmöglichkeit erhalten? Bei Erlangen der Kontrolle über eine Gesellschaft muß auch für alle börsennotierten Tochterunternehmen ein Pflichtangebot abgegeben werden (§ 35 Abs. 1). Allerdings sieht das WpÜG im Gegensatz zum RefE eine Befreiung von dieser Pflicht vor, wenn der Buchwert der Betei-

---

<sup>78</sup> Baums (1999), S. 174f.

<sup>79</sup> Begründung des Regierungsentwurfs zu § 32 (S. 57); Schüppen (2001), S. 961. Daß sich die Reichweite des WpÜG von Wertpapieren i.S.v. § 2 Abs. 2 bei Teilangeboten auf Aktien i.S.v. § 2 Abs. 2 Nr. 2 bei Übernahme- und Pflichtangeboten verengt, geht nicht explizit aus dem Gesetzestext hervor. Aber die Verengung zeigt sich indirekt darin, daß nur die Aktionäre als Adressaten von Übernahme- und Pflichtangeboten genannt werden. Ferner behandeln die Vorschriften zur Höhe der Gegenleistung ausschließlich Aktien.

<sup>80</sup> Dazu Houben (2000); Baum (2001).

<sup>81</sup> Hopt (2000), S. 1394-1396.

<sup>82</sup> Hopt (2001), S. 73) befürwortet ein Pflichtangebot auch bei Erreichen weiterer wichtiger Schwellen. Zu Problemen beim Übergang vom Übernahmekodex zum WpÜG Zietsch/Holzborn (2001).

ligung an dem Tochterunternehmen weniger als 20% des buchmäßigen Aktivvermögens der Muttergesellschaft beträgt (§ 9 Satz 2 Nr. 3 WpÜG-Angebotsverordnung). Das macht den Minderheitenschutz von Faktoren abhängig, die mit dem Ziel der Regelung wenig zu tun haben.<sup>83</sup>

– Wer das WpÜG für ein gutes Gesetz hält, wird bedauern, daß es nicht auch ausländischen Zielgesellschaften dienen kann, wenn sie sich für eine Börsenzulassung in Deutschland entscheiden. Ist dagegen ausländisches Übernahmerecht besser, sollten auch deutsche Gesellschaften durch Zulassung an einer EWR-Börse dafür optieren können. Warum läßt das WpÜG solche Entscheidungen nicht zu? Mit welchem Recht<sup>84</sup> schränkt es den Wettbewerb in Europa ein?

– Warum erfaßt das WpÜG nicht auch Unternehmen, deren Aktien im Freiverkehr oder auf einer außerbörslichen Handelsplattform gehandelt werden? Warum erhalten deutsche Unternehmen im Streubesitz damit wie beim Übernahmekodex die Möglichkeit, der Übernahmeregelung auszuweichen, indem sie keine Börsenzulassung beantragen oder sich auf eigenen Antrag nach § 43 Abs. 4 und § 75 Abs. 3 BörsG aus dem amtlichen oder geregelten Markt zurückziehen?<sup>85</sup>

– Sollten die deutschen Börsen diese Ausweichmöglichkeit und die Absicht der Börsensachverständigenkommission, den Übernahmekodex zurückzuziehen, als Aufforderung betrachten, den Spielraum im Freiverkehr für den Börsenwettbewerb zu nutzen? Könnten sie

---

<sup>83</sup> Nach Möller/Pötsch (2001), S. 1260f. wurde die 20%-Grenze auch deshalb in das WpÜG eingefügt, weil die unbedingte Angebotspflicht bei mittelbarer Kontrollerlangung dazu führen könne, daß Übernahmen erheblich verteuert oder unter Umständen sogar völlig unmöglich gemacht würden. In die gleiche Richtung zielt Deutsch (2002), S. 15, dem die 20%-Grenze noch zu niedrig zu sein scheint. Aber das Argument, eine Holding-Struktur verteuere eine Übernahme, ist nicht stichhaltig: Der relevante Vergleich umfaßt eine Unternehmensgruppe in Form einer Holding und ein äquivalentes Unternehmen, das alle Unternehmen der Holding als unselbständige Betriebsteile in sich integriert hat. An einem perfekten Markt sollten Unternehmensgruppe (Holding) und Einzelunternehmen den gleichen Marktwert aufweisen (Wertadditivitätsprinzip). Gibt es einen Holding-Abschlag, erleichtert der niedrigere Preis die Übernahme und die Korrektur der suboptimalen Struktur. Übersteigt der Marktwert der Unternehmensgruppe denjenigen des Einzelunternehmens, schafft die Holding-Struktur Wert und ist ein Vorteil für die Aktionäre.

<sup>84</sup> Mülbart (2001), S. 1228f. Die Option für ein Übernahmerecht außerhalb des EWR läßt das WpÜG zu.

<sup>85</sup> Unter dem Druck von Großunternehmen wurde dieses „Delisting“ 1998 eingeführt. Zur Vorgeschichte Rudolph/Röhl (1997), S. 254 und Hopt/Baum (1997), S. 417-420. Vgl. Giersch/Schmidt (1986), S. 76-84, insbesondere Tz. 180. Mit der geplanten Abschaffung des Kursmaklers entfällt das markanteste Qualitätselement des amtlichen Marktes. Je geringer der Qualitätsunterschied zwischen den Börsensegmenten, desto leichter läßt sich die Wahl einer Notierung im Freiverkehr begründen.

die Freiverkehrsgesellschaften auf einen segmentspezifischen Anlegerschutz<sup>86</sup> durch Übernahmeregelungen verpflichten, die neben das WpÜG treten?

### **9. Fazit und Ausblick**

Rechtspolitik braucht ein Leitbild. Wenn es mehr als eines gibt und die Leitbilder in unterschiedliche Richtung weisen, ist das Gesetzgebungsverfahren mit Konflikten befrachtet. Am Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz und seiner langen Vorgeschichte wurde das sehr deutlich. Es ist jetzt am Schutz der Publikumsaktionäre, in zweiter Linie am Schutz anderer Interessen in der Aktiengesellschaft orientiert. Ob diese Leitbildwahl dauerhaft ist oder in Deutschland oder Europa bald revidiert wird, kann hier offen bleiben. Die gegensätzlichen Übernahmekonzeptionen als Leitbilder für das Übernahmerecht lassen für die Zukunft weitere Regelungsvorstöße erwarten.

Das Gesetz gibt Bieter und Zielgesellschaft in wesentlichen Punkten klare Vorgaben. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel hat Sanktionsmöglichkeiten erhalten und soll dafür sorgen, daß die Vorgaben eingehalten werden. Die zeitlichen Vorgaben versuchen die Kosten und anderen Nachteile zu begrenzen, die ein Gebot der Zielgesellschaft aufzwingt, weil es die Unternehmensführung sehr beansprucht und Mitarbeiter und Kunden verunsichert. Ein Anspruch ausländischer Rechte, die Übernahmen deutscher Zielgesellschaften zu regeln, die an einer Börse im EWR zugelassen sind, wird zurückgewiesen.

Das WpÜG bringt die Streubesitzaktionäre bei Kontrollwechseln in eine gute Position: Übernahme- und Pflichtangebot müssen Vollangebote sein. Die Informationspflichten des Bieters und der Zielgesellschaft sind für die Streubesitzaktionäre günstig. Die Annahmefristen sind großzügig bemessen. Das Mindestgebot knüpft an den Börsenkurs an und wird durch Paketzuschläge erhöht. Die Vorschriften schaffen einen Rahmen, in dem die Streubesitzaktionäre kaum unter Annahmewang geraten dürften. Das Gesetz zeichnet sich durch einen hohen Grad an Konsistenz aus, was besonders deutlich wird, wenn man das komplexe Zusammenspiel der Einzelregelungen beachtet. Gerade dieses Zusammenspiel macht das Gesetz interessant. Es scheint gelungen zu sein, einen Marktmechanismus zu entwickeln, der einen hohen Anreiz zum Überbieten unangemessen niedriger Gebote schafft, sofern Vorerwerbs- und Börsenhandelsuntergrenze sie überhaupt zulassen. Schon der Erstbieter dürfte deshalb geneigt sein, sich für einen hohen und fairen Übernahmekurs zu entscheiden, was wiederum zu zügigen und erfolgreichen Verfahren beiträgt. Nicht Gutachter und Gerichte entscheiden darüber,

---

<sup>86</sup> Vgl. Giersch/Schmidt (1986), Tz. 182f.

ob der Kurs angemessen ist, sondern der Bieter und die Zielgesellschaftsaktionäre in dem vom Gesetz organisierten Markt für die Konzentration von Streubesitz.

Aus Aktionärssicht befremden allerdings die Vorschriften, die es den Aktionären nicht erlauben, allein über den Verkauf ihrer Aktien und dessen Bedingungen zu entscheiden, sondern den Einfluß von Agenten in Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung und damit andere Interessen ins Spiel bringen. Ob sich hieraus wie in den USA Konflikte und Einnahmeströme für die Anwaltschaft ergeben werden, bleibt abzuwarten.<sup>87</sup> Die Position der Streubesitzaktionäre im Übernahmefall und der erst spät erweiterte Handlungsrahmen der Leitung der Zielgesellschaft könnten dazu führen, daß es wenig Übernahmen gibt. Anhänger der Chicago-Schule würden argumentieren, daß man damit die wertschaffende Suche nach dem besten Wirt behindert und die Aktionäre letztlich schlechter stellt.

### *Verzeichnis der zitierten Literatur*

Andrade, Gregor/Mitchell, Mark/Stafford, Erik (2001): New Evidence and Perspectives on Mergers. In: *Journal of Economic Perspectives*, 15. Jg. (2001), Nr. 2, S. 103-120.

Barclay, Michael J./Holderness, Clifford G. (1989): Private Benefits from Control of Public Corporations. In: *Journal of Financial Economics*, 25. Bd. (1989), S. 371-395.

Barnea, Amir/Haugen, Robert A./Senbet, Lemma W. (1981): Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review. In: *Financial Management*, 10. Jg. (1981), Nr. 3, S. 7-22.

Baum, Harald (2001): Aktienbezogene Erwerbsrechte und Übernahmerecht in rechtsvergleichender Sicht. In: Basedow, Jürgen et al. (Hrsg.), *Aufbruch nach Europa. 75 Jahre Max-Planck-Institut für Privatrecht*. Tübingen 2001, S. 229-248.

Baums, Theodor (1999): Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung. In: von Rosen, Rüdiger/Seifert, Werner G.: *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*. Frankfurt am Main 1999, S. 165-186.

Bebchuk, Lucian Arye (1987): The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, 12. Jg. (1987), S. 911-949.

Bebchuk, Lucian Arye (1994): Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. In: *Quarterly Journal of Economics*, 109. Jg. (1994), S. 957-993.

Bebchuk, Lucian Arye/Ferrell, Allen (1999): Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers. In: *Columbia Law Review*, 99. Jg. (1999), S. 1168-1199.

Böhmer, Ekkehart/Löffler, Yvonne (1999): Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 51. Jg. (1999), S. 299-324.

---

<sup>87</sup> Siehe hierzu Hopt (2000), S. 1372-1375.



- Börsensachverständigenkommission (1999): Standpunkte der Börsensachverständigenkommission zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen. Februar 1999.
- Bott, Claudia (2002): Aktionärsstruktur, Kontrolle und Erfolg von Unternehmen. Dissertation Universität Hamburg 2001. Wiesbaden im Druck.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C. (2000): Principles of Corporate Finance. 6. Auflage Boston et al. 2000.
- Deutsch, Klaus Günter (2002): Unternehmensübernahmen in Deutschland und ihre neue gesetzliche Regelung. Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen Nr. 226, 18.1.2002.
- Drukarczyk, Jochen (1993): Theorie und Politik der Finanzierung. 2. Auflage München 1993.
- Drukarczyk, Jochen/Schmidt, Hartmut (1997): Permanente Unternehmenskontrolle statt gelegentlicher Schreckschüsse. In: Wirtschaftsdienst, 77. Jg. (1997), S. 261-263.
- Easterbrook, Frank H./Fischel Daniel R. (1991): The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge, Mass. 1991.
- Flassak, Hansjörg (1995): Der Markt für Unternehmenskontrolle. Bergisch Gladbach, Köln 1995.
- Franks, Julian/Mayer, Colin (2001): Ownership and Control of German Corporations. In: Review of Financial Studies, 14. Jg. (2001), S. 943-977.
- Gerke, Wolfgang/Garz, Hendrik/Oerke, Marc (1995): Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg. (1995), S. 805-820.
- Giersch, Herbert/Schmidt, Hartmut (1986): Offene Märkte für Beteiligungskapital: USA, Großbritannien, Bundesrepublik Deutschland. Hrsg. Baden-Württembergische Wertpapierbörse zu Stuttgart. Stuttgart 1986.
- Gilson, Ronald J. (1981): A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers. In: Stanford Law Review, 33. Jg. (1981), S. 819-891.
- Hecker, Renate (2000): Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht. Wiesbaden 2000.
- Hecker, Renate/Wenger, Ekkehard (1995): Der Schutz von Minderheiten im Vertragskonzern. In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 7. Jg. (1995), S. 321-341.
- The High Level Group of Company Law Experts (2002): Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brüssel, 10. Januar 2002.
- Holmström, Bengt/ Kaplan, Steven N. (2001): Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. In: Journal of Economic Perspectives, 15. Jg. (2001), Nr. 2, S. 121-144.
- Hopt, Klaus J. (1975): Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken. München 1975.
- Hopt, Klaus J. (1984): Asymmetrische Information und Gläubigerverfügungsrechte in der Insolvenz — Die Bank in der Krise des Kreditnehmers. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 54. Jg. (1984), S. 743-760.
- Hopt, Klaus J. (1993): Aktionärskreis und Vorstandsneutralität. In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 22. Jg. (1993), S. 534-566.
- Hopt, Klaus J. (1997): Europäisches und deutsches Übernahmerecht. In: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 161. Bd. (1997), S. 368-420.

- Hopt, Klaus J. (2000): Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen. In: Schneider, Uwe H. et al. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht. Festschrift Lutter. Köln 2000, S. 1361-1400.
- Hopt, Klaus J. (2001): Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz. In: Kramer, Ernst A./Schuhmacher, Wolfgang (Hrsg.), Beiträge zum Unternehmensrecht. Festschrift Koppens- steiner. Wien 2001, S. 61-89.
- Hopt, Klaus J./Baum, Harald (1997): Börsenrechtsreform in Deutschland. In: Hopt, Klaus J./Rudolph, Bernd/Baum, Harald (Hrsg.), Börsenreform. Stuttgart 1997, S. 287-467.
- Houben, Eike (2000): Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheits- schutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle. In: Wertpapier- Mitteilungen, 54. Jg. (2000), S. 1873-1883.
- Hüffer, Uwe (1999): Aktiengesetz. Beck'scher Kurzkommentar. München 1999.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics, 3. Bd. (1976), S. 305-360.
- Jensen, Michael C./Ruback, Richard S. (1983): The Market for Corporate Control. In: Journal of Financial Economics, 11. Bd. (1983), S. 5-50.
- Kirchner, Christian (1999): Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesell- schaft im Übernahmerecht. In: Die Aktiengesellschaft, 44. Jg. (1999), S. 481-492.
- Kirchner, Christian/Painter, Richard W. (2000): Towards a European Modified Business Judgement Rule for Takeover Law. In: European Business Organization Law Review, 1. Jg. (2000), S. 353-400.
- Krause, Hartmut (1996): Das obligatorische Übernahmeangebot. Baden-Baden 1996.
- Lüttmann, Ruth (1992): Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften. Baden-Baden 1992.
- Malatesta, Paul H./Thompson, Rex (1985): Partially Anticipated Events: A Model of Stock Price Reactions with an Application to Corporate Acquisition Attempts. In: Journal of Financial Economics, 14. Bd. (1985), S. 237-250.
- Manne, Henry G. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. In: Journal of Political Economy, 73. Jg. (1965), S. 110-120.
- Merkt, Hanno (2001): Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen. In: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 165. Bd. (2001), S. 224-257.
- Möller, Andreas/Pöttsch, Thorsten (2001): Das neue Übernahmerecht – Der Regierungs- entwurf vom 11. Juli 2001. In: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 22. Jg. (2001), S. 1256-1262.
- Mülbart, Peter O. (1997): Shareholder Value aus rechtlicher Sicht. In: Zeitschrift für Unter- nehmens- und Gesellschaftsrecht, 26. Jg. (1997), S. 129-172.
- Mülbart, Peter O. (2001): Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG. In: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 22. Jg. (2001), S. 1221-1229.
- Mülbart, Peter O./Birke, Max (2001): Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot. In: Wertpapier-Mitteilungen, 55. Jg. (2001), S. 705-718.
- Munscheck, Karsten (1999): Die Übernahmeregelung – eine Alternative zum Schutz von Minderheiten abhängiger Aktiengesellschaften? Frankfurt am Main u.a. 1999.

- Painter, Richard W. (2001): Don't Disadvantage Europe. In: Wall Street Journal Europe vom 19. Juli 2001, S. 9.
- Rau-Bredow, Hans (1999): Ökonomische Analyse obligatorischer Übernahmeangebote. In: Die Betriebswirtschaft, 59. Jg. (1999), S. 763-777.
- Reul, Jürgen (1991): Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen. Tübingen 1991.
- Roll, Richard (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. In: Journal of Business, 59. Jg. (1986), S. 197-216.
- Romano, Roberta (1992): A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation. In: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy (Hrsg.), European Takeovers. Law and Practice. London et al. 1992, S. 3-48.
- Roßkopf, Gabriele (2000): Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien. Berlin 2000.
- Rudolph, Bernd/Röhrl, Heiner (1997): Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht. In: Hopt, Klaus J./Rudolph, Bernd/Baum, Harald (Hrsg.), Börsenreform. Stuttgart 1997, S. 143-285.
- Schmidt, Hartmut (1970): Börsenorganisation zum Schutze der Anleger. Tübingen 1970.
- Schmidt, Hartmut (1991): Insider Regulation and Economic Theory. In: Hopt, Klaus J./Wymeersch, Eddy (Hrsg.), European Insider Dealing. Law and Practice. London et al. 1991, S. 21-38.
- Schmidt, Hartmut/Schrader, Torsten (1993): Kurseffekte beim Wechsel in den geregelten Markt. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 31 (1993), S. 227-255.
- Schmidt, Reinhard H. (1987): Anlegerschutz und die rechtliche Regelung von Übernahmeangeboten. In: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 6. Bd. (1987), S. 180-195.
- Schüppen, Matthias (2001): Übernahmegesetz ante portas! Zum Regierungsentwurf eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“. In: Die Wirtschaftsprüfung, 54. Jg. (2001), S. 958-976.
- Stützel, Wolfgang (1960): Aktienrechtsreform und Konzentration. In: Arndt, Helmut (Hrsg.), Die Konzentration in der Wirtschaft. Schriften des Vereins für Socialpolitik Bd. 20/II. Berlin 1960, S. 907-987.
- Tyrell, Marcel/Schmidt, Reinhard H. (2001): Pensions- und Finanzsysteme in Europa: Ein Vergleich unter dem Gesichtspunkt der Komplementarität. In: Mayer, Hans-Christian, Henry Schäfer und Klaus Schrüfer (Hrsg.), Private Versicherung und soziale Sicherung. Festschrift Eisen. Marburg 2001, S. 203-221.
- Vetter, Eberhard (2001): Börsenkurs und Unternehmensbewertung. Anmerkung zum Beschluß des BGH vom 12.3.2001, DAT/Altana. In: Der Betrieb, 54. Jg. (2001), S. 1347-1353.
- Wenger, Ekkehard (2001): Unternehmenskontrolle, externe. In: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. 3. Auflage Stuttgart 2001, Sp. 2096-2108.
- Wenger, Ekkehard/Kaserer, Christoph/Hecker, Renate (2001): Kursbildung und Ausschluß von Minderheiten im neuen Übernahmerecht: Eine verpaßte Chance für einen marktorien-

- tierten Minderheitenschutz. In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 13. Jg. (2001), S. 317-334.
- Weston, J. Fred/Siu, Juan A./Johnson, Brian A. (2001): Takeovers, Restructuring & Corporate Governance. 3. Auflage Upper Saddle, NJ 2001.
- Zietsch, Udo A./Holzborn, Timo (2001): Freibrief für pflichtangebotsfreie Unternehmensübernahmen? In: Wertpapier-Mitteilungen, 55. Jg. (2001), S. 1753-1755.
- Zschocke, Christian (2002): Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. In: Der Betrieb, 55. Jg. (2002), S. 79-85.

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de).  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60272 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© 2002. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60272 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen.

Druck: Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.

Print:ISSN 1615-956X / Internet: ISSN 1616-0428 / E-Mail: ISSN 1615-9683