

## § 23 Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots

Thomas M. J. Möllers

### Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2010. "§ 23 Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots." In *Kölner Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, edited by Heribert Hirte and Christoph von Bülow, 2. Auflage, 750–83. Köln: Carl Heymanns Verlag.

### Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright



**§ 23 Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots**

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

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

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

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

Übersicht	Rdn.	Rdn.	
I. Grundlagen			
1. Regelungsgegenstand und Gesetzeszweck	1	c) Gesetzeszweck des § 23 Abs. 2	22
a) Regelungsgegenstand	1	2. Gesetzesgeschichte	23
b) Gesetzeszweck des § 23 Abs. 1	2	a) Rechtslage vor Inkrafttreten des WpÜG	23
aa) <i>Prisoners' dilemma</i> und § 23 Abs. 1 als Informationsgrundlage für den Angebotsempfänger	2	b) Der Diskussionsentwurf zum WpÜG	27
(1) Informationsdefizit und <i>prisoners' dilemma</i>	2	c) Die Vorgaben der Übernahme-Richtlinie der EG	31
(2) Informations- und Entscheidungsgrundlage für den Angebotsempfänger	8	3. Einordnung in das vertriebs- und kapitalmarktrechtliche Informationsmodell	31
(3) Abmilderung des <i>prisoners' dilemma</i> durch § 23 Abs. 1	11	a) § 21 WpHG	32
(4) Weitere Annahmefrist gem. § 16 Abs. 2	14	aa) Ergänzungsfunktion des § 23	32
bb) Interessen der Zielgesellschaft und ihrer Verwaltung	17	bb) Nebeneinander von § 21 WpHG und § 23	34
cc) Interessen der Gläubiger der Zielgesellschaft	20	b) § 22 WpHG	35
dd) Interessen des allgemeinen Anlegerpublikums	21	c) Transparenzvorschriften des AktG	37
		4. Ausländisches Recht	38
		a) Rule 7.1, 8.1, 17.1 des britischen City Code	39
		b) §§ 16, 19 österreichisches Übernahmegesetz	39
		c) Art. 27, 31 schweizerisches Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel	41

	Rdn.	Rdn.
d) Italienisches Regolamento CONSOB 11971/1999	43	während des Laufs der Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1)
e) US-amerikanischer Securities Exchange Act	44	74
<b>II. Mitteilungspflicht nach § 23 Abs. 1</b>	45	<b>bb) Unverzügliche Veröffentlichung nach Ablauf der Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2)</b>
1. Persönlicher Anwendungsbereich	45	77
2. Sachlicher Anwendungsbereich	46	<b>cc) Unverzügliche Veröffentlichung nach Ablauf der weiteren Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3)</b>
a) Überblick	46	80
b) Die zustehenden Wertpapiere (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt.)	49	<b>dd) Unverzügliche Veröffentlichung nach Erreichen der für einen neuen Ausschluss nach § 39a Abs. 1 und 2 erforderlichen Beteiligungshöhe (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 4)</b>
aa) Anzahl der zustehenden Wertpapiere (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 1. Var.)	50	81
(1) Wertpapier	50	<b>ee) Die Anwendung der Veröffentlichungsfristen gem. § 23 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 analog in den Fällen des § 16 Abs. 2</b>
(2) Zustehende Wertpapiere	51	82
(3) Gemeinsam handelnde Personen	52	<b>III. Mitteilungspflicht nach § 23 Abs. 2</b>
(4) Tochterunternehmen der gemeinsam handelnden Personen	52	86
bb) Höhe der jeweiligen Anteile (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 2. Var.)	53	87
cc) Ihm zustehende Stimmrechtsanteile (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 3. Var.)	54	93
dd) Nach § 30 zuzurechnende Stimmrechtsanteile (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 4. Var.)	55	93
c) Die zugegangenen Annahmeverklärungen (§ 23 Abs. 1 S. 1 2. Alt.)	56	96
aa) Annahmeverklärung	59	97
bb) Zugang	59	<b>IV. Rechtsfolgen eines Verstoßes</b>
d) Problem der Einbeziehung von Erwerbsvereinbarungen (§ 23 Abs. 1 S. 2 2. Alt. i. V. m. § 31 Abs. 6)	60	98
e) Die Ausnahme des § 20	62	1. Ordnungswidrigkeit gem. § 60 Abs. 1 Nr. 1 lit. b)
3. Veröffentlichungspflicht	63	98
a) Umfang der Veröffentlichung	64	2. Haftung gem. § 12 bei Verletzung von § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und Nr. 2
aa) Die einzelnen Informationen bei § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt	64	99
bb) Die einzelnen Informationen bei § 23 Abs. 1 S. 1 2. Alt	64	99
b) Form, Dauer und Nachweis der Veröffentlichung	71	a) Anwendbarkeit von § 12
c) Zeitpunkt der Veröffentlichung	72	b) Zu den Voraussetzungen des § 12
aa) Wöchentlich bzw. täglich	74	102
		3. Haftung gem. § 12 analog in den übrigen Fällen des § 23
		103
		a) § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und 3
		103
		b) § 23 Abs. 2
		104
		4. Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB
		105
		5. Nicht-Beginn der Andienungsfrist gem. § 39c Satz 2
		107
		<b>V. Gerichtliche Durchsetzbarkeit</b>
		1. Durchsetzung der Pflichten nach § 23 Abs. 1
		108
		2. Durchsetzung der Pflichten nach § 23 Abs. 2
		109

**Schriftum**

*Ulrich Bartelt* § 23 – Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots, Frankfurt a. M. 2014; *Carl-Heinz Witt* Regelmäßige »Wasserstandsmeldungen« – unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes, NZG 2000, S. 809–819; *ders.* Die Änderung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG durch das geplante Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, NZG 2001, S. 233–241.

## I. Grundlagen\*

### 1. Regelungsgegenstand und Gesetzeszweck

- 1 a) **Regelungsgegenstand.** § 23 ergänzt die Informationen der Angebotsunterlage gem. § 11 Abs. 1 und setzt fest, wann der Bieter welche innerhalb der noch laufenden Annahmefrist erworbenen Beteiligungen an dem Zielunternehmen zu veröffentlichen hat. § 23 Abs. 1 will damit den Angebotsempfänger über die erworbenen Beteiligungen informieren. Abs. 2 verpflichtet ihn zu Angaben über bestimmte Erwerbungen, die nach Ablauf der Annahmefrist und außerhalb des Übernahmeverfahrens erfolgt sind. § 23 ist damit die entscheidende Norm, um für die Beteiligten während und nach dem Übernahmeverfahren Transparenz sicherzustellen. § 23 wird durch § 16 Abs. 2 ergänzt.
- 2 b) **Gesetzeszweck des § 23 Abs. 1. aa)** *Prisoners' dilemma* und § 23 Abs. 1 als Informationsgrundlage für den Angebotsempfänger. (1) **Informationsdefizit und prisoners' dilemma.** Bei großen Aktiengesellschaften mit Streubesitz ist es nicht möglich, für eine ausreichende Kommunikation aller Aktionäre untereinander zu sorgen.<sup>1</sup> Kleinanleger verfügen oft nicht über die gleichen Informationsquellen wie professionelle Investoren. Um so wichtiger ist es daher, dass die für den Angebotsempfänger nötigen Angaben von Seiten des Bieters zur Verfügung gestellt werden, damit keine Entscheidungen auf unsicherem Boden getroffen werden müssen.<sup>2</sup>
- 3 Die Folge von Informationsdefizit und Informationsungleichgewicht wird oft mit dem sog. *prisoners' dilemma*<sup>3</sup> umschrieben. § 23 versucht, dieses Dilemma abzumildern. Der Bieter hat vorrangig ein Interesse daran, dass die Übernahme schnell und ohne Komplikationen abläuft. Dabei ist es für ihn von Vorteil, wenn er bestehende Beteiligungen oder bereits erfolgte Annahmen nicht veröffentlichen muss. Durch diese fehlende Transparenz entsteht dagegen für den Wertpapierinhaber eine Zwickmühle, das *prisoners' dilemma*<sup>4</sup>: In einer solchen Lage stellt für ihn der Verkauf oft das geringste Übel dar<sup>5</sup> – es kommt zu einem indirekten Verkaufsdruck. Weiß der Angebotsempfänger noch nicht, ob der Bieter die Kontrolle erlangen wird, hat er

\* Ich danke Herrn Dipl. iur. oec. (univ.) Dominique Christ, MBA für seine tatkräftige Unterstützung.

1 Witt NZG 2000, 809, 813; Liebscher ZIP 2001, 853, 856; Hahn ZBB 1990, 10, 14. Zur Diskussion in den USA u. a. Bebchuk, 95 Harv.L.Rev. 1028 ff. (1982).

2 So auch Schwark ZGR 1976, 271, 300 und Otto DB 1988 Beilage 12, 1, 4.

3 Zu den zunächst in den USA auftretenden Diskussionen zu diesem Phänomen u. a. Bebchuk, 98 Harv.L.Rev. 1693, 1736 (1984); Deborah de Mott, CCH Rep. Fed. Sec. Law Reports II 83637, 1984, 86920; Brudney/Chirelstein, 88 Harv.L.Rev. 297 (1974). Einige Bundesstaaten haben darauf bereits mit ihrer Gesetzgebung reagiert, vgl. Weimar/Breuer BB 1991, 233, 2310 Fn. 7.

4 Zum Begriff des *prisoners' dilemma* aus der neueren deutschen Literatur u. a. Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 82 ff., v. a. Fn. 51; Assmann/Bozenhardt ZGR-Sonderheft 9, S. 11 ff.; Witt NZG 2000, 809, 813; Sandberger DZWiR 1993, 319, 321; Otto BB 1988 Beilage 12, 1, 4; Krause WM 1996, 845, 848; alle mit w. Nachw.; zur Literatur in der USA vgl. Fn. 3.

5 Zur Heranziehung der Spieltheorie mit dem Prinzip »maximize the minimal return« vgl. die Erläuterungen und Nachweise bei Krause WM 1996, 845, 848 und auch Assmann/Bozenhardt ZGR-Sonderheft 9, S. 11 Fn. 53.

vier verschiedene Ergebnisse des Übernahmeverfahrens vor Augen, die je nach den Entscheidungen der Mehrheit der Empfänger eintreten können.

1. Alternative: **Lehnt er das Angebot ab** und ist die **Übernahme erfolgreich**, verbleibt er als Anteilseigner in der Zielgesellschaft. Er befindet sich aber in der misslichen Lage eines Minderheitsaktionärs, dem ein neuer oder auch erstmaliger Mehrheitsaktionär gegenüber steht.<sup>6</sup> In diesem Fall besteht die Gefahr einer wirtschaftlichen Ausbeutung der Zielgesellschaft mit dem daraus folgenden Wertverlust seiner Anteile. Auch das *Squeeze-out*-Verfahren<sup>7</sup> gem. §§ 327a ff. AktG bietet dagegen keinen ausreichenden Schutz, weil dieses Verfahren erst ab einer Mehrheitsbeteiligung von 95 % greift.<sup>8</sup> Zudem ist das *squeeze-out*-Verfahren nicht zwingend vorgeschrieben, sondern hängt von einem Verlangen des Mehrheitsaktionärs ab. Vertraut der Angebotsempfänger schließlich auf die §§ 327a ff. AktG, läuft er Gefahr, eine geringere Gegenleistung zu erhalten als im Rahmen des Übernahmeverfahrens.<sup>9</sup> Für die Barabfindung sind nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG allein die tatsächlichen Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses über den Ausschluss maßgeblich.<sup>10</sup> Diese können sich aber seit der Übernahme verschlechtert haben, so dass die Abfindung geringer als im Übernahmangebot ausfällt.<sup>11</sup>

2. Alternative: Bei **Ablehnung des Angebots und gleichzeitigem Scheitern der Übernahme** bleibt für den Angebotsempfänger alles beim Alten. Es entgeht ihm aber möglicherweise ein lukratives Gebot für seine Aktien. Regelmäßig liegt der Angebotspreis über dem aktuellen Börsenkurs, da der Bieter bereit ist, für die Erlangung der Kontrolle einen gewissen Aufschlag, die sog. **Kontrollprämie**, zu zahlen. Fehlt es nun an ausreichenden Informationen über den Verlauf des Übernahmeverfahrens, kann der Aktionär der Zielgesellschaft nicht einschätzen, auf welche Resonanz das Angebot trifft. Dies wäre aber notwendig, um den Kontrollzuschlag als angemessen einstufen zu können. Regelmäßig wird die Kontrollprämie um so höher angesetzt werden müssen, je mehr Aktionäre von der Annahme überzeugt werden müssen.

3. Alternative: **Nimmt der Empfänger das Angebot an und gelingt die Übernahme**, erhält er zwar die **Kontrollprämie**, er kann sich aber bei fehlender Information nicht sicher sein, ob dieser Betrag nicht **zu niedrig** angesetzt wurde.<sup>12</sup> Dazu würde er, wie bei der 2. Alternative, genauere Informationen über die Akzeptanzbereitschaft der Mitaktionäre benötigen.

<sup>6</sup> Otto DB 1988 Beilage 12, 1, 4.

<sup>7</sup> Einzelheiten u. a. in Baums WM 2001, 1843, 1843 ff.; Grunewald ZIP 2001, 18 ff.; Halm NZG 2000, 1162, 1162 ff.; Krieger BB 2002, 53, 53 ff.; Rüland NZG 2001, 448 ff.

<sup>8</sup> Zur genauen Festlegung s. § 327a Abs. 2 AktG, zum Teil wird dabei ein schuldrechtlicher Anspruch als ausreichend angesehen, so Baums WM 2001, 1843, 1846.

<sup>9</sup> Mit einem Vergleich zu den USA Otto DB 1988 Beilage 12, 1, 4; dazu auch Reul Pflicht zur Gleichbehandlung, §§ 5, 6.

<sup>10</sup> Zu den Problemen bei der Berechnung und der Missbrauchsgefahr Habersack ZIP 2001, 1230, 1238; Rüland NZG 2001, 448, 450.

<sup>11</sup> Es bestehen nur ganz enge Missbrauchsgrenzen bei *Squeeze-out*-Beschlüssen, Grunewald ZIP 2001, 18, 21.

<sup>12</sup> So auch Schwark ZGR 1976, 271, 300.

4. Alternative: Schließlich bleibt noch die Variante, dass das **Angebot** vom Angebotsempfänger **angenommen** wird, die **Übernahme** aber letztendlich dennoch **scheitert**. Stand das Angebot unter der Bedingung der Kontrollübernahme, wird er dann regelmäßig zwischen der Annahme und dem Scheitern der Übernahme über seine Aktien nicht verfügen und damit Kursgewinne nicht realisieren können.
- 7 Die gerade genannten Varianten enthalten jeweils Nachteile für den Angebotsempfänger. Er befindet sich in einem Entscheidungsnotstand<sup>13</sup>, d. h. er weiß nicht genau, welche Auswirkungen sein Entschluss haben wird und muss ins Blaue hinein entscheiden<sup>14</sup>. Weil er das Verhalten der anderen Aktionäre der Zielgesellschaft nicht kennt, **verkauft er im Zweifel** und verschenkt eine höhere Kontrollprämie.<sup>15</sup> Der Kleinaktionär wird oft glauben, seine Entscheidung sei für den Ausgang des Verfahrens ohnehin nicht von Bedeutung.<sup>16</sup> Mangels eigener Einflussmöglichkeiten ist er oft nur an der risikolosen Gewinnrealisierung interessiert und neigt zum Verkauf.<sup>17</sup> Die Zwangslage endet frühestens, wenn sicher ist, dass der Bieter die Kontrolle erlangt hat.
- 8 (2) **Informations- und Entscheidungsgrundlage für den Angebotsempfänger**. Das *prisoners' dilemma* kann nicht durch eine punktuelle Information am Anfang des Übernahmeverfahrens behoben werden; die Angaben der Angebotsunterlage gem. § 11 Abs. 4 Nr. 1 i. V. m. § 2 Nr. 5 AngebVO sind nicht ausreichend. Nach Abgabe des Angebots werden sich die Mehrheitsverhältnisse und die Erfolgsaussichten durch eine entsprechende Anzahl von Zusagen und Zukäufen stetig ändern. Es bedarf deshalb **kontinuierlicher Mitteilungen** während des gesamten Übernahmeverfahrens. § 23 ergänzt dazu die Offenbarungspflichten der §§ 10 ff. für den weiteren Verlauf des Angebotsverfahrens. Auf dem Bieter lastet nun die Pflicht, sich während des Verfahrens ergebende Änderungen seiner Beteiligungsverhältnisse und Angebotsannahmen entsprechend § 14 Abs. 3 S. 1 zu veröffentlichen.
- 9 § 23 präzisiert den allgemeinen Grundsatz des § 3 Abs. 2, dass alle Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft über ausreichende Informationen verfügen müssen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Dies geschieht, indem der Bieter zur Veröffentlichung erworbenen Beteiligungen, zu sog. **Wasserstandsmeldungen**, verpflichtet wird. Hauptziel des § 23 Abs. 1 ist es, für einen **Ausgleich des Informationsungleichgewichts** zu sorgen, um allen Angebotsempfängern die gleiche Ausgangslage bei der Beurteilung der Erfolgsaussichten und ihrer sich daraus ergebenden Entscheidung zu gewährleisten.<sup>18</sup> Die Vorschrift dient damit auch dem Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre gem. § 3 Abs. 1.

---

13 Dargestellt in Rdn. 2 und *Assmann/Bozenhardt* ZGR-Sonderheft 9, S. 11; *Witt* NZG 2000, 809, 811 m. w. N.

14 *Schwarz* ZGR 1976, 271, 300.

15 Stellvertretend *Otto* DB 1988 Beilage 12, 1, 4; im Zusammenhang mit Teilübernahmeangeboten *Sandberger* DZWir 1993, 319, 321. Eine anschauliche Darstellung bei *Hahn* ZBB 1990, 10, 14, dort v. a. Fn. 50.

16 *Witt* Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 84.

17 *Assmann/Bozenhardt* ZGR-Sonderheft 9, S. 11; *Hahn* ZBB 1990, 10, 14; *Otto* DB 1988 Beilage 12, 1, 4; *Schwarz* ZGR 1976, 271, 300; *Witt* NZG 2000, 809, 811.

18 Begr RegE zu § 23; *Land* DB 2001, 1707, 1713; *Geibel/Süßmann* BKR 2002, 52, 61; *Geibel/Süßmann/Thun*<sup>2</sup> § 23 Rdn. 1.

Der Veröffentlichungspflicht steht auch nicht Art. 2 Abs. 1 GG entgegen. Nach der Rechtsprechung hat jedermann ein »Recht auf informationelle Selbstbestimmung«<sup>19</sup> d. h. jeder hat das Recht, über die Verwendung seiner Daten selbst zu bestimmen. Der Eingriff in das allgemeine Persönlichkeitsrecht der Aktionäre ist aber durch eine einschränkende Norm, die dem Allgemeininteresse dient, gerechtfertigt.<sup>20</sup> Das Interesse der Allgemeinheit an einem transparenten Kapitalmarkt ist, wie beispielweise die §§ 13–15, 21, 22 WpHG, §§ 20, 67 oder 129 AktG verdeutlichen, höher zu bewerten, als das Interesse des Einzelnen an der Anonymität der Beteiligungsverhältnisse.

(3) **Abmilderung des *prisoners' dilemma* durch § 23 Abs. 1.** Mit Hilfe der »Wasserstandsmeldungen« kann der Angebotsempfänger leichter abschätzen, ob der Kontrollzuschlag angemessen ist und welche der oben genannten Varianten am wahrscheinlichsten am Ende des Übernahmeverfahrens eintreten wird. Mit Veröffentlichung der genannten Informationen wird die Zwangslage des *prisoners' dilemma* für ihn entscheidend abgemildert. Der Verkaufsdruck wird wesentlich geringer.<sup>21</sup>

Allerdings kann das *prisoners' dilemma* nicht vollständig aufgehoben werden: Die maßgeblichen institutionellen Anleger treffen ihre Entscheidungen in der Regel erst am Ende der Annahmefrist,<sup>22</sup> u. U. sogar erst in den letzten Stunden. Bei diesen »last-minute«-Entscheidungen ist es dann selbst im Zeitalter des Internets in der Praxis fast unmöglich, noch für eine Veröffentlichung zu sorgen. Es bleibt am Ende der Annahmefrist ein Zeitraum bestehen, der für eine Informierung aller Aktionäre nicht mehr ausreicht. Die Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger gem. § 14 Abs. 3 Nr. 2 ist an Samstagen, Sonn- und Feiertagen nicht möglich. Die zusätzliche Annahmefrist des § 16 Abs. 2 kann zwar in manchen Fällen dieses Informationsmanko ausgleichen, bietet aber auch keine endgültige Lösung für das *prisoners' dilemma*, sondern sorgt lediglich für eine zeitliche Verschiebung. Die Informationen durch regelmäßige »Wasserstandsmeldungen« werden damit relativiert, wenn sich Großaktionäre, wie oft üblich, erst ganz am Ende der Übernahmefrist entscheiden.<sup>23</sup>

Daneben kann § 23 auch nicht die Kommunikation zwischen den Aktionären ersetzen, mittels derer sie ihre Absichten koordinieren können. Es kann sich trotz Transparenz kein Aktionär sicher sein, dass er die Entscheidungen der anderen Angebotsempfänger richtig einschätzen kann. Eine gewisse Restunsicherheit bleibt trotz § 23 bestehen.<sup>24</sup>

(4) **Weitere Annahmefrist gem. § 16 Abs. 2.** Der Schutz des § 23 soll noch durch § 16 Abs. 2 ergänzt werden. Dieser gewährt den Angebotsempfängern eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen, die mit den in § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 genannten

<sup>19</sup> BVerfG 15.12.1983 E 65, 1, 43.

<sup>20</sup> Im Ergebnis Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 4.

<sup>21</sup> Zustimmend Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 2; eher kritisch hingegen Riehmer/Schröder NZG 2000, 820, 823, die auch einen negativen psychologischen Effekt der Veröffentlichungen stärker gewichtet wollen.

<sup>22</sup> Liebscher ZIP 2001, 853, 865; Geibel/Süßmann BKR 2002, 52, 61.

<sup>23</sup> Bartelt § 23 WpÜG, S. 76.

<sup>24</sup> Witt NZG 2000, 809, 813.

Veröffentlichungen zu laufen beginnt (»Zaunkönigregelung«). Damit wird dem zögernden Angebotsempfänger die Möglichkeit gegeben, auf die »last-minute«-Entscheidungen der institutionellen Anleger doch noch reagieren zu können (zu diesem Problem oben Rdn. 12).<sup>25</sup>

Mit der weiteren Annahmefrist des § 16 Abs. 2 S. 1 soll gleichzeitig der **Verkaufsdruck**, der im Rahmen des *prisoners' dilemma* entsteht, weiter **abgeschwächt** werden. Nach dem klaren Wortlaut des § 16 Abs. 2 S. 2 läuft die weitere Annahmefrist aber nur, wenn die vom Bieter gesetzte Mindestannahmequote auch erreicht wird. Setzt der Bieter beispielsweise die Mindestannahmequote auf 50 % ist dies gleichbedeutend mit der Übernahme der Kontrolle durch den Bieter. In diesem Fall gibt es für den Angebotsempfänger keinen Verkaufsdruck und damit **kein *prisoners' dilemma*** mehr, da er weiß, dass der Bieter bereits die Mehrheit an der Zielgesellschaft erlangt hat.<sup>26</sup>

- 15 Das *prisoners' dilemma* bleibt aber auch bei § 16 Abs. 2 in **zwei Fällen** bestehen: In der ersten Fallgruppe besteht der Verkaufsdruck weiterhin, wenn die Mindestannahmequote im Angebot unter 50 % liegt. Wird diese Quote überschritten, gelingt es dem Bieter gleichzeitig aber nicht, eine tatsächliche Kontrollmehrheit zu erreichen, besteht die Unsicherheit für den Angebotsempfänger auch in der Zusatzfrist des § 16 Abs. 2. Er weiß nicht, welche Alternative eintreten wird (vgl. zu den Alternativen oben Rdn. 4 ff.).

Die zweite Fallgruppe, in der das *prisoners' dilemma* nicht beseitigt wird, sind die Übernahmeverfahren, in denen das Angebot unter keiner Bedingung steht. Dann kann sich § 16 Abs. 2 sogar zum Nachteil des Aktionärs auswirken. Ist nämlich beispielsweise ein unbedingtes Angebot nicht erfolgreich, so tritt die Verlängerung der Frist ein, da die Einschränkung des § 16 Abs. 2 S. 2 nicht greift. War ursprünglich die Akzeptanz relativ gering und das *prisoners' dilemma* für den Angebotsempfänger damit nicht so stark, kann sich dies in der verlängerten Frist jederzeit ändern. Die eigentlich gewollte Abmilderung des Verkaufsdrucks verkehrt sich dann in ihr Gegen teil.<sup>27</sup>

- 16 In der Regel wird das *prisoners' dilemma* über die zusätzliche Annahmefrist des § 16 Abs. 2 aufgehoben; Ausnahmen bleiben aber möglich.<sup>28</sup>
- 17 **bb) Interessen der Zielgesellschaft und ihrer Verwaltung.** Neben dem beschriebenen Hauptziel, den Angebotsempfänger zu informieren, dient § 23 noch sonstigen schützenswerten Interessen. Gem. § 3 Abs. 3 müssen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft im *Interesse der Zielgesellschaft* handeln.<sup>29</sup> Schon deshalb hat die Verwaltung der Zielgesellschaft ein Interesse, über die Beteiligungen des Anbieters und die Zusagen informiert zu werden. Allein aus den Informationen aus der Angebotsunterlage kann sie nicht abschätzen, ob das Angebot erfolgreich sein wird.

25 Begr RegE zu § 16.

26 So etwa im Fall des Übernahmevertrags der Sparta Beteiligungen AG an die Deutsche Balaton AG, bei dem der Bieter nur mindestens 35 % und maximal 47 % der Anteile der Zielgesellschaft erwerben wollte, vgl. Möllers ZGR 2002, 664, 666.

27 Ähnlich Geibel/Süßmann BKR 2002, 52, 61.

28 Dazu und zu der Frage, ob § 16 Abs. 2 *de lege ferenda* geändert werden muss, § 16 Rdn. 43.

29 Begr RegE zu § 3 und zu § 30.

Sie hat ein berechtigtes Interesse an Informationen über die Beteiligungsverhältnisse während des Übernahmeverfahrens, um sich zum Wohle der Gesellschaft auf die Änderung der Beteiligungsverhältnisse einstellen zu können.<sup>30</sup> Von diesen Erfolgsaussichten hängt beispielsweise die Auswahl möglicher Abwehrmaßnahmen während des Übernahmeverfahrens, aber auch die geschäftliche Zukunft der Zielgesellschaft ab.

Nach § 33 können die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen Abwehrmaßnahmen gegen eine Übernahme ergreifen. Im Interesse der Zielgesellschaft liegt es, solche belastenden Abwehrmaßnahmen ausschließlich dann einzugehen, wenn sie auch erfolgversprechend sind. Um die Situation und die passende Reaktion korrekt einschätzen zu können, müssen Vorstand und Aufsichtsrat genaue Informationen über den Beteiligungsstand des Übernahmeverfahrens zur Verfügung stehen. Bereits mit einer Sperrminorität von 25 % kann ein Bieter Satzungsänderungen gem. § 179 Abs. 2 Satz 1 AktG oder Kapitalerhöhung nach § 182 Abs. 1 S. 1 AktG als Abwehrmaßnahmen verhindern. Damit sollte sich die Verwaltung nur so lange einer Übernahme widersetzen, wie dies sinnvoll erscheint, um nicht gegen § 3 Abs. 3 zu verstößen.

Sinnvoll kann es auch sein, auf Beteiligungssteigerungen des Bieters mit verstärkten Abwehrmaßnahmen zu reagieren. Fehlt den Verwaltungsorganen die erforderliche Information, müssen sie auf Verdacht hin agieren und treffen dann möglicherweise die falsche Entscheidung. Eine solche Unsicherheit würde zu einem unangemessenen Vorteil für den Bieter führen. § 23 dient damit auch der **Waffengleichheit** zwischen Bieter und Zielgesellschaft.

**Wird der Bieter Mehrheitsaktionär** der Zielgesellschaft, kann er durch Satzungsänderung oder mittelbar durch sonstige Einflussnahme die Geschäftsentwicklung des Unternehmens beeinflussen. Es liegt im berechtigten Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre, wenn die Verwaltung genau abschätzen kann, ob gewisse strategische Unternehmensentscheidungen noch sinnvoll sind.<sup>31</sup> Es belastet die Zielgesellschaft nur unnötig, wenn sie Investitionen tätigt, die keine gesicherte Zukunftsperspektive mehr bieten.

**cc) Interessen der Gläubiger der Zielgesellschaft.** Die gegenwärtigen Gläubiger der Zielgesellschaft haben ein berechtigtes Interesse, die Mehrheitsverhältnisse der Aktionäre zu kennen. Nur dann können sie sich ein Bild über die wirtschaftliche Situation der Zielgesellschaft machen und beurteilen, ob das Unternehmen von einem finanziertigen Anteilseigner getragen wird.<sup>32</sup> Darüber hinaus ist es ihnen nur mit den nötigen Informationen möglich, die Gefahr einer Ausbeutung durch neue Mehrheitsaktionäre frühzeitig zu erkennen und entsprechende Maßnahmen zu treffen.

**dd) Interessen des allgemeinen Anlegerpublikums.** Investoren haben ein Interesse an einem transparenten Markt. Die kursbildenden Informationen müssen allen Anlegern gleichberechtigt zur Verfügung stehen, um das Vertrauen der Investoren in einen fairen Kapitalmarkt zu sichern. Die Beteiligung an einem Unternehmen ist

<sup>30</sup> Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 6.

<sup>31</sup> Joussen BB 1992, 1075, 1079; Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 7.

<sup>32</sup> Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 9.

eine maßgebliche Information, die den Börsenkurs der Zielgesellschaft und vergleichbarer Unternehmen erheblich beeinflussen kann. Bei Übernahmeverfahren können schon Veränderungen der Beteiligungsverhältnisse entscheidungsrelevant sein, die nicht unter die Offenlegungspflichten der §§ 21, 22 WpHG bzw. § 20 AktG fallen und deshalb nach diesen Vorschriften nicht veröffentlicht werden müssen. Das Vertrauen in den Kapitalmarkt als Institution wird geschützt. Zusätzlich werden die nicht unmittelbar beteiligten Anleger in der konkreten Situation in die Lage versetzt, Auswirkungen des Verfahrens auf ihre gegenwärtigen und zukünftigen Investitionen zu überprüfen und diese gegebenenfalls anzupassen. Schließlich verhindert Transparenz Insidergeschäfte.

- 22 c) **Gesetzeszweck des § 23 Abs. 2.** Abs. 2 gilt nur für Übernahme- und Pflichtangebote.<sup>33</sup> Die Vorschrift dient nicht der Information während eines laufenden Übernahmeverfahrens sondern will die notwendige Transparenz schaffen, damit die Angebotsempfänger feststellen können, ob ihnen die erhöhte Gegenleistung gem. § 31 zusteht.<sup>34</sup> Hintergrund ist dabei der in § 3 Abs. 1 festgesetzte Grundgedanke der Gleichbehandlung aller Angebotsempfänger, die der gleichen Gattung angehören.<sup>35</sup> Ohne eine solche Gleichbehandlung bestünde die Gefahr, dass der Bieter mit zeitlich gestaffelten Gegenleistungen ein sog. »Windhundrennen«<sup>36</sup> zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft anzettelt:<sup>37</sup> Je früher das Angebot angenommen wird, desto höher fällt die Gegenleistung aus. Ein solcher zusätzlicher Druck würde einen geordneten Ablauf des Übernahmeverfahrens gefährden. Um hier einen Missbrauch zu verhindern, bieten § 31 Abs. 4 oder 5 Ansprüche auf Nachbesserung der Gegenleistung. Diese Normen wollen beim Parallel- oder Nacherwerb eine gleich hohe Gegenleistung für die Aktionäre sicherstellen, die bereits zu Beginn das Angebot angenommen haben.

Um die **Nachbesserungsansprüche** aus § 31 Abs. 4 und Abs. 5 zu beziffern, sind alle nötigen Informationen darzulegen. Der Angebotsempfänger muss in die Lage versetzt werden, das mögliche Bestehen und die Höhe eines solchen Anspruchs korrekt einschätzen zu können. Daher ist in Abs. 2 auch die Angabe der Höhe der Gegenleistung vorgeschrieben.

### 2. Gesetzesgeschichte

- 23 a) **Rechtslage vor Inkrafttreten des WpÜG.** Vor Erlass des § 23 wurde eine Informationspflicht rechtsdogmatisch hauptsächlich auf drei verschiedene Arten begründet:

Zum einen wurde die Offenlegungspflicht für Beteiligungen aus einer vorvertraglichen Treuepflicht mit dem Rechtsinstitut der *culpa in contrahendo* begründet<sup>38</sup>.

33 So auch Geibel/Süßmann/*Thun*<sup>2</sup> § 23 Rdn. 33.

34 Begr RegE zu § 23.

35 Begr RegE zu § 30.

36 Zum Begriff auch Geibel/Süßmann/*Schwennicke*<sup>2</sup> § 3 Rdn. 8; für Teilübernahmeverträge Otto DB 1988 Beilage 12, 1, 5, da dort ein Rennen um das Quantum entstehen kann.

37 Begr RegE zu § 3.

38 Aus der neueren Literatur nur Witt NZG 2000, 809, 814; Assmann/Bozenhardt ZGR-Sonderheft 9, S. 75 ff., dort wird auf S. 76 auch begründet, dass die Pflicht durchaus auch für den

die mit dem konkreten Angebot beginnt.<sup>39</sup> Aus der vorvertraglichen Beziehung erwachse dem Bieter die Pflicht, den Empfänger über alle für die Beurteilung der Leistung objektiv notwendigen Tatsachen aufzuklären.<sup>40</sup> Dazu zähle auch das momentane Beteiligungsverhältnis, damit der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft den Kontrollzuschlag einschätzen könne.<sup>41</sup> Von anderer Seite wurde versucht, eine kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflicht als Verkehrspflicht<sup>42</sup> zu begründen, die dann als Schutzgesetz gem. § 823 Abs. 2 BGB zu behandeln sei.<sup>43</sup> Als dritter Weg wurde eine vormitgliedschaftliche Treuepflicht infolge gesellschaftsbezogener Einwirkungsmöglichkeiten schon vor Erwerb einer einzigen Beteiligung angenommen.<sup>44</sup>

Eine gesetzliche Veröffentlichungspflicht der Beteiligungen bestand vor dem Inkrafttreten des WpÜG gem. §§ 21 ff., § 15 WpHG und § 20 AktG. Danach mussten unabhängig von eventuellen Übernahmeartigkeiten das Über-/Unterschreiten bestimmter Beteiligungsquoten offengelegt werden.

In Art. 12 enthielt der **Übernahmekodex** eine Pflicht des Bieters, der Geschäftsstelle der Kommission alle von ihm oder für seine Rechnung nach Bekanntgabe des öffentlichen Angebots getätigten Geschäfte über Wertpapiere der Zielgesellschaft bis zum nächstfolgenden Geschäftstag zu melden und öffentlich bekannt zu geben. Die Bekanntgabe musste Stückzahl und Preis enthalten. Der Übernahmekodex hatte jedoch keine allgemeinverbindliche Wirkung, sondern stellte lediglich die Empfehlung von Verhaltensnormen dar, die allenfalls über das Anerkennungsverfahren in Art. 21 für den individuellen Bieter verpflichtend wurde.<sup>45</sup>

§ 23 WpÜG bietet gegenüber Art. 12 Übernahmekodex eine klarere Umschreibung der relevanten aber nicht direkt vom Bieter getätigten Geschäfte. Die Zurechnungsstatbestände wurden deutlicher formuliert und beseitigen bisher bestehende Unsicherheiten. Allerdings ist nun in § 23 Abs. 1 für die Veröffentlichungen während des Übernahmeverfahrens keine Pflicht mehr gegeben, die Gegenleistung zu veröffentlichen. Eine solche besteht nur noch in § 23 Abs. 2 zur Festlegung einer Nachbesserung.

b) **Der Diskussionsentwurf zum WpÜG.** § 25 DiskE sah eine dem § 23 entsprechende Offenlegungspflicht vor. Allerdings wurden gegenüber dieser ersten Fassung relevante Änderungen vorgenommen. Nunmehr muss die Veröffentlichung auch die

<sup>39</sup> Käufer (= Bieter) gelten kann; auf S. 98 (dort auch Fn. 509) werden die Annahmeerklärungen ausdrücklich von der Pflicht ausgenommen; *Heinsius* Übernahmeverträge im Aktienrecht, S. 49; *Lebmann* WM 1985, 183, 187. Ablehnend hingegen *Schwarz* ZGR 1976, 271, 300, der keine Aufklärungspflicht annimmt. Kritisch dazu noch *Assmann* Prospekthaftung, 1985, S. 225, der Umfang und Inhalt der Aufklärungspflicht als zu unklar ansah.

<sup>40</sup> *Assmann/Bozenhardt* ZGR-Sonderheft 9, S. 76, dort auch Fn. 406.

<sup>41</sup> *Soergel/Wiedemann* vor § 275 Rdn. 157.

<sup>42</sup> Detaillierter *Assmann/Bozenhardt* ZGR-Sonderheft 9, S. 95.

<sup>43</sup> Umfangreich dazu *Assmann* Prospekthaftung, 1985, S. 252 ff. **Ablehnend** wiederum *Schwarz* ZGR 1976, 271, 300, der keine Aufklärungspflicht sieht.

<sup>44</sup> *Assmann/Bozenhardt* ZGR-Sonderheft 9, S. 75; *Assmann* Prospekthaftung, 1985, S. 252 f.

<sup>45</sup> *Witt* NZG 2001, 809, 814, der durch den Verweis auf den Umfang der Pflichten bei der c. i. c. und auf *Assmann/Bozenhardt* ZGR-Sonderheft 9, S. 98 die Annahmeerklärungen ebenfalls ausklammert; **kritisch** zu diesem Weg der Pflichtenbegründung *Assmann/Bozenhardt* ZGR-Sonderheft 9, S. 74.

<sup>46</sup> *Weisgerber* ZHR 161 (1997), 421, 423.

Anzahl der erworbenen Wertpapiere enthalten. Ausdrücklich erfasst sind in § 23 Abs. 1 jetzt auch die Wertpapiere, die den Tochterunternehmen der mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen zustehen. Des weiteren sind nur noch solche Annahmeerklärungen maßgeblich, die dem Bieter bereits »zugegangen« sind. Der Wortlaut des Diskussionsentwurfs sprach lediglich von Annahmeerklärungen.

Schließlich fehlte in § 25 Abs. 1 DiskE auch eine dem jetzigen § 31 Abs. 6 entsprechende Regelung. Die Gleichstellung von Erwerb und bestimmten schuldrechtlichen Vereinbarungen war nur in Abs. 2 S. 2 vorgesehen.

- 28 In § 23 Abs. 2 wird darüber hinaus nun ausdrücklich klargestellt, dass der Bieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt haben muss.
- 29 Lediglich systematisch umgestellt wurde die in § 25 Abs. 3 des DiskE vorgesehene Möglichkeit, bestimmte Wertpapiere und Stimmrechtsanteile, die im Handelsbestand gehalten wurden, unberücksichtigt zu lassen. Dieser Ausnahmetatbestand ist nunmehr in § 20 Abs. 1 und 2 geregelt und gilt nach dessen ausdrücklichem Wortlaut auch für § 23.
- 30 c) **Die Vorgaben der Übernahme-Richtlinie der EG.** Art. 13 lit. d) der Übernahme-RL vom April 2004 sieht vor, dass das Ergebnis eines Übernahme- oder Pflichtangebots veröffentlicht werden muss. Gem. Art. 3 Abs. 2 lit. b) können die Mitgliedstaaten über die Mindestvorgaben der RL hinaus zusätzliche Bedingungen und strengere Bestimmungen festlegen. Da die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten des § 23 über die Vorgaben der RL hinausgingen, bestand insoweit kein Umsetzungsbedarf. Der Gesetzgeber hat im Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz vom Juli 2006 an den weitergehenden Veröffentlichungspflichten festgehalten und in Abs. 1 S. 2 Nr. 4 einen weiteren Veröffentlichungszeitpunkt eingefügt. Hierdurch soll den nach der Durchführung eines Übernahme- und Pflichtangebots in der Zielgesellschaft verbliebenen Aktionären die Möglichkeit gegeben werden, ihr Sell-Out-Recht aus § 39c geltend zu machen.

### 3. Einordnung in das vertriebs- und kapitalmarktrechtliche Informationsmodell

- 31 Die Veröffentlichungspflichten des § 23 sind nicht die einzigen existenten Regelungen, die auf die Offenlegung von Beteiligungen abzielen. Es gelten bereits ähnliche Vorschriften zur Sicherstellung der Transparenz der Beteiligungsverhältnisse innerhalb einer Aktiengesellschaft, wie beispielsweise §§ 21, 22 WpHG oder die §§ 20, 67, 129 AktG. Von besonderem Interesse sind die §§ 21, 22 WpHG und § 20 AktG, da diese Normen der Transparenz des Kapitalmarktes dienen.
- 32 a) **§ 21 WpHG. aa) Ergänzungsfunktion des § 23.** Die §§ 21 ff. WpHG haben anders als das WpÜG, hauptsächlich den Zweck, eine nicht von Sonderfällen abhängige Transparenz des Kapitalmarktes zu schaffen und Insidergeschäfte zu vermeiden.<sup>46</sup> Unabhängig von Übernahmen soll ersichtlich sein, wann sich relevante Betei-

<sup>46</sup> Begr. RegE zu § 21 WpHG, BT-Drs. 793/93, S. 158 f., 186; Schäfer/Opitz<sup>2</sup> vor § 21 Rdn. 1 ff., § 21 Rdn. 2; Assmann/Schneider/Schneider<sup>5</sup> vor § 21 Rdn. 20 f.; Kümpel Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 151 f.

ligungsänderungen ergeben. Die Beteiligungsverhältnisse an einem Unternehmen sind eine wichtige **kursrelevante Tatsache**<sup>47</sup>, welche die Anlageentscheidungen des Investorenpublikums maßgeblich beeinflussen kann. Daneben sollen noch die betroffene Gesellschaft und die BaFin Kenntnis von den Veränderungen erlangen. Zur Erreichung der angestrebten Markttransparenz sieht § 21 Abs. 1 WpHG eine Meldepflicht bei Über- bzw. Unterschreitung starrer Beteiligungsquoten vor (z. Z. 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 %). Diese klare Festlegung mag trotz aller Kritik für eine ausreichende Offenheit auf dem allgemeinen Kapitalmarkt sorgen und den Gesetzeszweck erfüllen.

Eine **fixe Mitteilungspflicht** ist jedoch nicht geeignet, ausreichend Transparenz im Rahmen des Übernahmeverfahrens zu schaffen<sup>48</sup> und das *prisoners' dilemma* aufzulösen. Die Erfolgsaussichten des Übernahmevertrags, bzw. die Einschätzungen durch die Angebotsempfänger hängen nicht zwingend von den im WpHG genannten Beteiligungsschwellen ab. Auch im Zwischenbereich können sich für das Übernahmeverfahren maßgebliche Änderungen ergeben. So kann es durchaus relevant sein, ob und wie schnell sich der Bieter der 75 %-Marke nähert, da ab dieser Schwelle bei fehlenden Sonderregelungen in der Satzung keine Sperrminorität mehr vorhanden ist. Mit seiner starken Hürde von 50 % auf 75 % bietet das WpHG keine hinreichenden Informationen. Zudem verpflichtet § 21 WpHG den Erwerber der Beteiligungen lediglich zur Mitteilung an die BaFin und an die Gesellschaft, deren Anteile erworben wurden. Die Veröffentlichung muss dann gem. § 26 WpHG durch dieses Unternehmen erfolgen. Es entsteht eine zeitliche Verzögerung, bis die Information allen Anlegern zur Verfügung steht. Es ist daher nötig, § 21 WpHG durch § 23 zu ergänzen.<sup>49</sup>

**bb) Nebeneinander von § 21 WpHG und § 23.** § 23 macht § 21 WpHG nicht überflüssig. Das durch das WpHG geschützte Bedürfnis zur Klarheit über die Beteiligungsverhältnisse<sup>50</sup> besteht weiterhin, unabhängig von der Tatsache, dass gerade ein Übernahmevertrag durchgeführt wird. § 23 deckt dieses Transparenzinteresse nicht vollständig ab. Er orientiert sich nicht an den starren Beteiligungsquoten. Somit ist es denkbar, dass gerade in den ersten Wochen der Annahmefrist, in denen nur eine wöchentliche Mitteilungspflicht besteht, eine Grenze des § 21 WpHG überschritten wird, ohne dass eine Veröffentlichung nach § 23 erfolgen muss. Das Interesse des Kapitalmarktes an dieser Schwellenüberschreitung wird damit nicht durch ein laufendes Übernahmeverfahren, dessen Ausgang noch unsicher ist, beseitigt. Für ein Nebeneinander der Mitteilungspflichten des § 21 WpHG und § 23 spricht auch, dass der Gesetzgeber, anders als etwa bei § 20 Abs. 8 AktG, keinen Vorrang einer der Normen angeordnet hat. Zudem sieht die Begründung für § 2 Nr. 5 AngebVO, der nach § 11 Abs. 4 für die Angebotsunterlage gilt, vor, dass § 21 WpHG nicht von der Veröffentlichungspflicht der Beteiligungen im Angebot berührt werden soll.<sup>51</sup> Es sind keine Anhaltspunkte erkennbar, warum der Gesetzgeber bei der erstmaligen

<sup>47</sup> Assmann/Schneider/Schneider<sup>5</sup> vor § 21 Rdn. 1.

<sup>48</sup> Schneider/Burgard DB 2001, 963, die diese Feststellung allerdings hier nur auf das »Anschleichen« vor einem Angebot beziehen; Witt AG 2001, 233, 241; ders. NZG 2000, 839, 810; Burgard WM 2000, 611, 613, der die Mängel am Beispiel des Falles Vodafone/Mannesmann darstellt.

<sup>49</sup> Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 6.

<sup>50</sup> Vgl. Fn. 47 f.

<sup>51</sup> Begr RegE zu § 2 Nr. 5 AngebVO.

33

34

Veröffentlichung ein anderes Verhältnis zu § 21 WpHG gelten lassen wollte, als bei den späteren Wasserstandsmeldungen als Ausgestaltung der Aktualisierungspflicht.<sup>52</sup> Für § 23 kann aber nichts anderes gelten als für § 11. Aus diesen Gründen müssen § 21 WpHG und § 23 nebeneinander anwendbar sein.<sup>53</sup> Um eine Angleichung dieser beiden parallelen Informationsvorschriften zu erreichen, wurde § 21 WpHG den Vorgaben des WpÜG angepasst.

- 35 b) **§ 22 WpHG.** Auch diese Zurechnungsvorschrift wird durch das WpÜG geändert. Der Gesetzgeber wollte damit in der Praxis existierende Zurechnungslücken schließen.<sup>54</sup> Zudem sollte eine Harmonisierung mit § 30 Abs. 1<sup>55</sup> als Zurechnungsnorm des WpÜG erfolgen.
- 36 Abgestellt wird nicht mehr auf kontrollierte Unternehmen, sondern auf Tochterunternehmen i. S. d. § 290 HGB<sup>56</sup> (vgl. dazu auch die Definition in § 22 Abs. 3 WpHG). Es ist nicht notwendig, dass der Bieter über eine Stimmrechtsmehrheit verfügt. Einzubeziehen sind vielmehr alle Unternehmen für die ein Beherrschungsvertrag oder ein faktisches Beherrschungsverhältnis<sup>57</sup> besteht, unabhängig von den Stimmrechtsverhältnissen.<sup>58</sup> Ausnahmen ergeben sich nach § 22 Abs. 3a WpHG unter bestimmten Voraussetzungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die Stimmrechte aus Aktien im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung verwaltet. § 22 WpHG steht ebenso wie § 21 WpHG neben dem WpÜG (vgl. oben Rdn. 34) und wirkt sich nicht auf die Zurechnungstatbestände der §§ 23, 30 aus.
- 37 c) **Transparenzvorschriften des AktG.** § 20 AktG verpflichtet zur Mitteilung an ein Unternehmen, wenn mehr als ein Viertel von dessen Aktien erworben wurden. Wegen der erweiterten Fassung des § 21 Abs. 2 WpHG (vgl. oben Rdn. 32) ergibt sich aus der **Subsidiaritätsregelung** des § 20 Abs. 8 AktG zwangsläufig ein engerer Anwendungsbereich für § 20 AktG.

Die Pflicht zur Eintragung der Inhaber<sup>59</sup> in das **Aktienregister** gem. § 67 AktG gilt nur für Namensaktien und Zwischenscheine<sup>60</sup> und spielt aufgrund dieses begrenzten Wirkungsrahmens trotz Aufwertung der Namensaktien für die Transparenz des Kapitalmarktes bisher nur eine untergeordnete Rolle.<sup>61</sup>

Nach § 131 AktG hat jeder Aktionär das aus der Mitgliedschaft folgende<sup>62</sup> Recht, vom Vorstand Informationen über Angelegenheiten der Gesellschaft zu erhalten, sofern diese für eine sachgemäße Beurteilung der Tagesordnungspunkte einer Hauptversammlung erforderlich sind. Ziel dieser Vorschrift ist es, den Aktionär vor einer Aushöhlung seiner Mitgliedschaftsrechte und seiner Kapitalanlage zu

52 Vgl. § 12 Rdn. 54.

53 Im Ergebnis ebenso Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 5), 6; Witt NZG 2000, 809, § 12; Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 9.

54 Begr RegE zu § 22 WpHG.

55 Begr RegE zu § 22 WpHG; Witt AG 2001, 233, 236.

56 Begr RegE zu § 22 WpHG.

57 S. u. a. Witt AG 2001, 233, 240.

58 Begr RegE zu § 22 WpHG und auch Pötzsch/Möller WM 2000 Sonderbeil. 2, 1, 18.

59 Nach Abs. 1 sind Name, Geburtsdatum und Adresse einzutragen.

60 Hüffer<sup>4</sup> § 67 Rdn. 1.

61 Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 195.

62 GroßK-AktG/Decher<sup>5</sup> § 131 Rdn. 5.

schützen.<sup>63</sup> Der Auskunftsanspruch kann auch die Beteiligung dieser Gesellschaft an einem anderen Unternehmen umfassen,<sup>64</sup> soweit diese die Beurteilung eines der Tagesordnungspunkte in der Hauptversammlung beeinflussen kann. Nicht von § 131 AktG erfasst ist jedoch die Verteilung der eigenen Aktien des Unternehmens,<sup>65</sup> da es sich dabei um eine Angelegenheit der Aktionäre, nicht aber der Gesellschaft handelt.<sup>66</sup> Die Möglichkeiten der Einsichtnahme der Teilnehmerliste der Hauptversammlung des Aktienregisters gem. § 67 Abs. 6 AktG<sup>67</sup> oder die Mitteilung aufgrund der §§ 20, 21 AktG<sup>68</sup> sind für den Aktionär völlig **ausreichend** und im Aktienrecht **abschließend geregelt**.<sup>69</sup>

#### 4. Ausländisches Recht

**a) Rule 7.1, 8.1, 17.1 des britischen City Code.** Der im Vereinigten Königreich geltende City Code on Takeovers and Mergers enthält eine Reihe von Regelungen, die sich mit der Veröffentlichung von Erwerb und Verkauf von Beteiligungen an der Zielgesellschaft befassen.

Rule 17.1 City Code enthält für alle öffentlichen Angebote eine mit dem § 23 Abs. 1 begrenzt vergleichbare Vorschrift. Er nennt verschiedene Ereignisse und Zeitpunkte, die zu einer Veröffentlichungspflicht innerhalb der Annahmefrist führen können. Erfasst sind davon sowohl Aktien (sec. 17.1 lit. a), als auch Rechtsansprüche auf Wertpapiere (sec. 17.1 lit. b), geschäftliche Verpflichtungserklärungen auf Wertpapiere (sec. 17.1 lit. c) sowie geliehene Wertpapiere (sec. 17.1 lit. d). Der City Code sieht aber im Gegensatz zu § 23 keine fixe kontinuierliche Mitteilungspflicht vor. In der Regel wird deshalb keine regelmäßige Information des Angebotsempfängers erreicht.<sup>70</sup> Dies hat den Vorteil, dass dadurch das Verfahren zum einen einfacher und kostengünstiger wird. Zum anderen wird der Bieter nicht zur Veröffentlichung erfahrungsgemäß niedriger Annahmestände in der Frühphase von Angeboten gezwungen.<sup>71</sup> Um einen Kursdruck durch den Bieter zu verhindern, darf nach Rule 4.2 City Code, wie bei § 16 Abs. 3 ÜbG (unten Rdn. 39), der Bieter keine Anteile an der Zielgesellschaft verkaufen, wenn dafür keine Genehmigung des Panels exis-

<sup>63</sup> Hüffer<sup>9</sup> § 131 Rdn. 1 f., GroßK-AktG/Decher<sup>1</sup> § 131 Rdn. 10), 14.

<sup>64</sup> Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 199 f., zum Verhältnis zu kapitalmarktbezogenen Informationspflichten auch GroßK-AktG/Decher<sup>1</sup> § 131 Rdn. 29 ff.) und 41 ff.; Hüffer<sup>9</sup> § 131 Rdn. 11, dort Rdn. 19a zum Streitstand bei Minderheitsbeteiligungen.

<sup>65</sup> Im Ergebnis so auch Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 199 f.

<sup>66</sup> Vgl. auch LG Berlin 24. 6. 1993 ZIP 1993, 1632, 1635; LG Frankfurt a. M. 16. 9. 1994 WM 1994, 1933, 1935; KG Berlin 30. 6. 1994 WM 1994, 1479, 1487.

<sup>67</sup> Für diese beiden Möglichkeiten KG Berlin 30. 6. 1994 WM 1994, 1479, 1487.

<sup>68</sup> So etwa das LG Berlin 24. 6. 1993 ZIP 1993, 1632, 1635.

<sup>69</sup> Zwei Ausnahmen sind nach Witt Übernahmen von Aktiengesellschaften, 1998, S. 200 möglich, wenn aus der Beteiligung eine Gefahr für die Gesellschaft erwächst und wenn der Vorstand Nachforschungen zur Vermeidung von Verletzungen der §§ 20, 21 AktG anstellen muss.

<sup>70</sup> Bartelt § 23 WpÜG, S. 116; so wohl auch Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des DAV zum Referentenentwurf, NZG 2001, 420, 426; Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>1</sup> § 23 Rdn. 12; a. A. Witt NZG 2000, 809, 816; ähnlich auch Assmann/Bozenhardt ZGR-Sonderheft 9, S. 98 (dort Fn. 508).

<sup>71</sup> Bartelt § 23 WpÜG, S. 116.

tiert und der mögliche Handel nicht mindestens 24 Stunden vorher öffentlich angekündigt wird. Rule 7.1 City Code hingegen sieht eine Bekanntgabe an das Panel für die Fälle vor, in denen ein Erwerb zu einer Nachbesserungspflicht des Angebots führen würde oder die Voraussetzungen eines Pflichtangebotes dadurch erfüllt werden. Rule 8.1 City Code schreibt, ähnlich wie § 16 Abs. 5 ÜbG, die Mitteilung an das Panel von Erwerb und Verkauf von Zielaktien durch den Bieter oder andere mit dem Angebot verbundene Personen vor, um einen möglichen Insiderhandel zu verhindern. Rule 23 und 24 City Code regeln lediglich die Pflicht zur Angabe der bei Abgabe des Angebots bereits bestehenden Beteiligungen.

Im Ergebnis enthält der City Code zwar einige Mitteilungspflichten; diese bleiben aber hinter dem Regelungsbereich des § 23 zurück. Sie enthalten kein Informationsrecht des Angebotsempfängers, sondern dienen nur dem Schutz des fairen und offenen Kapitalmarktes.<sup>72</sup>

- 39 b) §§ 16, 19 österreichisches Übernahmegericht. Das österreichische Übernahmegericht (ÜbG) enthält keine dem § 23 exakt entsprechende Regelung. Lediglich die §§ 16, 19 ÜbG betreffen das Verhalten des Bieters nach Angebotsabgabe. Gem. § 16 Abs. 5 S. 1 ÜbG haben am Ausgang des Übernahmeverfahrens besonders interessierte Rechtsträger der Übernahmekommission den Erwerb oder die Veräußerung von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft und Optionen, die solche Beteiligungspapiere zum Gegenstand haben, mitzuteilen. Bezielt ist damit zur Wahrung des Grundsatzes in § 3 Nr. 4 ÜbG die Verhinderung von Manipulationen und die Ausnutzung von Insiderinformationen.<sup>73</sup> Der Kreis der besonders interessierten Rechtsträger, der durch die nicht abschließende beispielhafte Aufzählung in § 16 Abs. 5 S. 3 ÜbG näher bestimmt wird, ist dabei weiter, als der von § 23 erfasste Personenkreis. Auf der anderen Seite jedoch ist § 16 ÜbG bzgl. der Mitteilungspflicht entscheidend enger als § 23. Es erfolgt im Anschluss an die Meldung gemäß § 16 Abs. 5 ÜbG hier keine Veröffentlichung der veränderten Beteiligungsquote, sondern Adressat der Mitteilung ist allein die überwachende Übernahmekommission. Zudem wird nur die individuelle Transaktion erfasst, und es gibt keine Pflicht zur regelmäßigen Mitteilung des Standes des Übernahmeverfahrens.
- 40 Nach § 19 Abs. 2 ÜbG hat der Bieter das Ergebnis des Übernahmeverfahrens nach Ablauf der Angebotsfrist unverzüglich anzuzeigen und zu veröffentlichen. Dies entspricht § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2. Insgesamt gewährleistet das ÜbG keine der deutschen Rechtslage vergleichbare Transparenz für den Angebotsempfänger, sondern verhindert lediglich seinem Zweck nach Manipulationen und Insidergeschäfte.
- 41 c) Art. 27, 31 schweizerisches Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel. Für das Übernahmeverfahren sind die Art. 22–33d des schweizerischen Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) relevant. Ergänzend gilt die schweizerische Übernahmeverordnung der Übernahmekommission (UEV-UEK). Art. 31 BEHG sieht die Pflicht vor, dass der Anbieter oder Personen, die direkt oder indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von mindestens 3 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft oder ggf. einer anderen Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, ver-

72 Vgl. Sec 2 (a) Introduction to the City Code on Takeovers and Mergers.

73 Gesetzesbegründung zum ÜbG, S. 37.

fügen, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungen dieser Gesellschaft melden müssen. Adressat der Mitteilungen ist, wie beim österreichischen ÜbG und § 21 Abs. 1 WpHG, gem. Art. 31 BEHG i. V. m. Art. 38UEV-UEK nicht die Öffentlichkeit, sondern die Übernahmekommission und die Börse, an der die Zielgesellschaft notiert ist. Die Pflicht des Art. 31 BEHG besteht, wie bei § 23 und § 16 Abs. 2 ÜbG, von der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ablauf der Annahmefrist.

Art. 38 Abs. 2UEV-UEK sieht darüber hinaus eine eigenständige Mitteilungspflicht für Dritte vor, die mit dem Bieter in gemeinsamer Absprache handeln. Nach Art. 31 Abs. 5 BEHG i. V. m. Art. 42 UEV-UEK hat die Mitteilung bis spätestens 12 Uhr am der Transaktion folgenden Börsentag zu erfolgen.

Es existiert keine regelmäßige Mitteilungspflicht, sondern diese ist von entsprechenden Erwerbstatbeständen abhängig. Nach Art. 27 Abs. 1 BEHG ist der Bieter wie bei § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 verpflichtet, das Ergebnis des Kaufangebots nach Ablauf der Annahmefrist zu veröffentlichen. Über die Konkretisierung in Art. 44Abs. 1 UEV-UEK muss die Mitteilung des Zwischenergebnisses am ersten Börsentag nach Ablauf der Annahmefrist erfolgen und gem. Art. 44Abs. 2 UEV-UEK das endgültige Endergebnis am vierten Börsentag nach Fristablauf mitgeteilt werden. Wie § 16 Abs. 2 garantieren auch die Art. 27 Abs. 2, 28 Buchstabe e)BEHG i. V. m. Art. 46UEV-UEK bei erfolgreicher Übernahme eine Nachfrist von zehn Börsentagen.

**d) Italienisches Regolamento CONSOB 11971/1999.** Übernahmeangebote werden in Italien seit dem 1. 7. 1998 durch den Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (T.U.F.) geregelt. Ergänzt wird dieser durch eine Richtlinie der staatlichen Börsenaufsichtsbehörde CONSOB.<sup>74</sup> Diese sieht in Art. 41 Abs. 2 Buchstabe c) CONSOB Regolamento 11971/1999 eine tägliche Veröffentlichungspflicht bzgl. erworbener Anteile und abgegebener Annahmeerklärungen bis zum Ablauf der Annahmefrist vor. Empfänger dieser Mitteilung ist wie bei § 23 zum einen die Aufsichtsbehörde CONSOB, zum anderen auch der öffentliche Kapitalmarkt. Weiter als bei § 23 ist dabei der Kreis der Verpflichteten gefasst: Er erfasst neben dem Bieter auch Personen, die zur Sammlung von Annahmeerklärungen bestimmt wurden.

**e) US-amerikanischer Securities Exchange Act.** Eine dem § 23 entsprechende Regelung existiert im US-Bundesrecht nicht.<sup>75</sup> Sec. 14 d) 1 des Securities Exchange Act 1934 (SEA) enthält eine Informationspflicht bzgl. des Angebots, nicht aber über laufende Mitteilungen. Es existiert zwar keine allgemeine inhaltliche Fairness- oder Bilanzkontrolle.<sup>76</sup> Sec. 14 (e) SEA verbietet zur Vermeidung von Irreführungen und Missbrauch aber die Verbreitung unrichtiger Behauptungen und die Unterdrückung wesentlicher Tatsachen.

42

43

44

<sup>74</sup> CONSOB-Richtlinie 11971/1999, abgeändert durch die CONSOB-Beschlüsse n. 12725 v. 6. 4. 2000 und n. 13086 v. 18. 4. 2001, <http://www.consol.it>.

<sup>75</sup> S. <http://www.sec.gov>. Zum existierenden Recht der einzelnen Bundesstaaten Weimar/Breuer BB 1991, 2309, 2310 Fn. 7.

<sup>76</sup> Depser RIW 1992, 351, 354.

### II. Mitteilungspflicht nach § 23 Abs. 1

#### 1. Persönlicher Anwendungsbereich

- 45 Adressat der Verpflichtung ist nach dem klaren Wortlaut des § 23 Abs. 1 S. 1 allein der Bieter. Dies ist gem. § 2 Abs. 4 diejenige natürliche oder juristische Person oder Personengesellschaft, die allein oder gemeinsam mit anderen Personen das Übernahmangebot abgegeben hat, ein solches beabsichtigen oder zur Abgabe verpflichtet sind.

#### 2. Sachlicher Anwendungsbereich

- 46 a) **Überblick.** § 23 Abs. 1 gilt anders als Abs. 2 (s. unten Rdn. 86) für sämtliche Arten von Angeboten.

Der sachliche Anwendungsbereich orientiert sich am vorrangigen Zweck des § 23, Transparenz zu schaffen,<sup>77</sup> um den Verkaufsdruck auf die Angebotsempfänger zu verringern (oben Rdn. 11). Dem Angebotsempfänger sind die Beteiligungsverhältnisse mitzuteilen, damit er entscheiden kann, ob er das Übernahmangebot annimmt; die potentielle Kontrollmöglichkeit des Bieters wird die Entscheidung des Angebotsempfängers maßgeblich beeinflussen.<sup>78</sup>

- 47 Für die Reichweite der relevanten **Wertpapiere** ist innerhalb des § 23 Abs. 1 S. 1 zu unterscheiden zwischen den tatsächlich erlangten Beteiligungen (1. Alt.) und den Beteiligungen, die sich erst aus zugegangenen Annahmeerklärungen ergeben (2. Alt.).

- 48 § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. erfasst **sämtliche** Wertpapiere der Zielgesellschaft i. S. d. § 2 Abs. 2.<sup>79</sup> Es findet keine Begrenzung auf solche Wertpapiere statt, die Gegenstand des Angebots sind. Damit wird dem Angebotsempfänger ein vollständiges Bild über die Beteiligungsverhältnisse verschafft.<sup>80</sup> Damit fallen beispielsweise auch vom Angebot oftmals ausgenommene stimmrechtslose Vorzugsaktien unter § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. Demgegenüber sind in § 23 Abs. 1 S. 1 2. Alt. nur solche Wertpapiere genannt, die **Gegenstand des Angebots** waren. Dies ergibt sich logisch aus der Tatsache, dass sich die Mitteilung über die Beteiligung auf die **angenommenen** Wertpapiere beschränkt.

- 49 b) **Die zustehenden Wertpapiere** (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt.). Die in ihrer Formulierung unübersichtlich geratene erste Alternative des § 23 Abs. 1 S. 1 lässt sich in vier Varianten untergliedern:
- die Anzahl der dem Bieter, mit ihm gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen zustehenden Wertpapiere (1. Var.),
  - die sich daraus ergebende Höhe der Wertpapieranteile (2. Var.),
  - die dem Bieter zustehenden Stimmrechtsanteile (3. Var.) und schließlich
  - die ihm nach § 30 zuzurechnenden Stimmrechtsanteile (4. Var.).

77 Begr RegE zu § 23.

78 Witt NZG 2000, 809, 816.

79 Vgl. § 2 Rdn. 79 ff.

80 Begr RegE zu § 23.

**aa) Anzahl der zustehenden Wertpapiere (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 1. Var.).** (1) Wertpapier. Die Veröffentlichungspflicht umfasst die Anzahl der Wertpapiere. Gem. der Definition in § 2 Abs. 2 sind Wertpapiere Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate die Aktien vertreten (Nr. 1) sowie andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbaren Wertpapieren oder Zertifikaten, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben (Nr. 2).<sup>81</sup>

**(2) Zustehende Wertpapiere.** Unter die Wertpapiere, die dem Bieter, mit ihm gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen »zustehen«, sind all diejenigen Wertpapiere einzuordnen, die den genannten Personengruppen dinglich<sup>82</sup> zustehen.

**(3) Gemeinsam handelnde Personen.** Nach § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 1. Var. müssen auch die Beteiligungen der mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen veröffentlicht werden, da es dem Bieter mittelbar über diese Beteiligungen möglich ist, Kontrolle auszuüben. Für die gemeinsam handelnden Personen bietet § 2 Abs. 5 eine gesetzliche Definition.<sup>83</sup>

**(4) Tochterunternehmen der gemeinsam handelnden Personen.** Der Anwendungsbereich von § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 1. Var. bezieht sich auch auf die den Tochterunternehmen der gemeinsam handelnden Dritten zustehenden Wertpapiere. Zum Begriff der Tochterunternehmen vgl. § 2 Rdn. 186 ff.

**bb) Höhe der jeweiligen Anteile (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 2. Var.).** Der Wortlaut des § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. differenziert zum einen zwischen »Wertpapieren« (1. Var.) und der Höhe der jeweiligen »Anteile« (2. Var.). Darüber hinaus spricht § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. auch ausdrücklich noch von »Stimmrechtsanteilen« (3. und 4. Var.). Der Gesetzgeber wollte damit zusätzlich zu der »Anzahl« der Wertpapiere auch noch die Wertpapieranteile von den Stimmrechtsanteilen abgrenzen.<sup>84</sup> Dass sich der Begriff der »Anteile« nur auf die Wertpapieranteile bezieht, ergibt sich bereits aus dem Wortlaut der Norm. Die jeweiligen Anteile, die sich aus der Anzahl der Wertpapiere ergeben, können ebenfalls nur Anteile der Wertpapiere sein, weil die Stimmrechtsanteile gesondert genannt werden. Zudem unterteilt § 23 Abs. 1 S. 1 in der 2. Alt. die Anteile in die gleichen Kategorien und gebraucht dabei ausdrücklich die Formulierung »Wertpapieranteile« als Abgrenzung zu »Stimmrechtsanteile«.

Des weiteren ist diese zusätzliche Unterscheidung in **Wertpapier- und Stimmrechtsanteile** sinnvoll, da erhebliche Abweichungen zwischen der Höhe der Wertpapieranteile und der Stimmrechtsanteile auftreten können. So kann der Bieter beispielsweise 40 % der Wertpapiere besitzen. Sind davon jedoch die Hälfte stimmrechtslose Vorzugsaktien nach §§ 139 ff. AktG, ergibt das lediglich einen Stimmrechtsanteil von 20 %, wenn keine weiteren Vorzugsaktien existieren. Wertpapier- und Stimmrechtsanteile müssen also getrennt werden. Nach § 23 Abs. 1 S. 1 1.

<sup>81</sup> Vgl. zum weiten Anwendungsbereich oben § 2 Rdn. 79 ff. und Geibel/Süßmann/Angerer<sup>3</sup> § 1 Rdn. 38 ff.

<sup>82</sup> Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 16.

<sup>83</sup> Zu dieser Definition genauer § 2 Rdn. 148 ff. und Begr RegE zu § 2.

<sup>84</sup> Begr RegE, zu § 23 trennt zwischen Wertpapier- und Stimmrechtsbestand. Die selbe Trennung erfolgt in § 23 Abs. 1 S. 1 2. Alt.

Alt. 2. Var. sind daher nur die sich aus den zustehenden Wertpapieren ergebenden Wertpapieranteile anzugeben.<sup>85</sup>

- 55 cc) **Ihm zustehende Stimmrechtsanteile** (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 3. Var.). Nach § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 3. Var. sind diejenigen Stimmrechtsanteile, die dem Bieter **zustehen**, zu veröffentlichen. Wie oben (Rdn. 54) gezeigt, ist v. a. im Falle von stimmrechtslosen Vorzugsaktien allein die Angabe über die Wertpapieranteile nicht aussagekräftig genug, um die **Erfolgsaussichten** des Angebots **richtig einzuschätzen**. Ausreichende Transparenz ist vielmehr nur gegeben, wenn für den Angebotsempfänger auch ersichtlich ist, welche Situation sich bei den Stimmrechtsanteilen ergibt. Aus diesem Grund sieht § 23 Abs. 1 S. 1 in seiner 3. und 4. Var. die separate Veröffentlichung der Stimmrechtsanteile vor.
- In Abgrenzung** zu den nach § 30 zuzurechnenden Stimmrechtsanteilen<sup>86</sup> der 4. Var. ergeben sich die zustehenden Stimmrechtsanteile in der 3. Var. ausschließlich aus den dem Bieter nach § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 1. Var. zustehenden Wertpapieren.
- 56 dd) **Nach § 30 zuzurechnende Stimmrechtsanteile** (§ 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 4. Var.). Nach der vierten und letzten Variante des § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. sind die **Stimmrechtsanteile**, die nach § 30 dem Bieter **zuzurechnen** sind, zu veröffentlichen. Diese Veröffentlichung ist angemessen, weil auch die zuzurechnenden Stimmrechte die Kontrollsituation beeinflussen und daher Transparenz geboten ist. Der Stimmanteil muss **in vollem Umfange** zugerechnet werden, **unabhängig** von den Tatsachen, auf denen die Zurechnung beruht.<sup>87</sup> Über den Verweis in § 23 Abs. 1 S. 2 auf § 31 Abs. 6 werden zusätzlich Vereinbarungen erfasst, auf Grund derer die Übereignung von Aktien verlangt werden kann. Diese Erweiterung ist deshalb sinnvoll, da eine bindende schuldrechtliche **Erwerbsvereinbarung** bereits einen gefestigten Anspruch auf Übereignung entstehen lässt. Damit wird § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 modifiziert.<sup>88</sup> Dieser sieht nur dann eine Zurechnung vor, wenn der Bieter die Wertpapiere durch eine Willenserklärung dinglich erwerben kann. Schuldrechtliche Vereinbarungen sind nicht erfasst.<sup>89</sup> Mit dem Verweis auf § 31 Abs. 6 wird korrigiert, dass § 30 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 aus den übrigen Zurechnungstatbeständen ausschert, da er nicht auf die (vermutliche) tatsächliche Stimmrechtsherrschaft abzielt.<sup>90</sup>
- 57 Problematisch bei dieser Variante ist, dass sie nur von solchen Stimmrechtsanteilen spricht, die *ihm* zuzurechnen sind. Nach dem Wortlaut sind damit nur Stimmrechtsanteile erfasst, die dem Bieter selbst zuzurechnen sind. Der Wortlaut des § 23 differiert zu § 2 Nr. 5 AngebotVO, der bezüglich der erforderlichen Angaben in der Angebotsunterlage von »*ihnen*« zuzurechnenden Stimmrechtsanteilen spricht. Danach sind alle, auch die den gemeinsam mit dem Bieter handelnden Personen und deren Tochterunternehmen zuzurechnenden Stimmrechtsanteile in der Angebotsunterlage anzugeben.

85 Ebenso Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 23.

86 Witt NZG 2000, 809, 817 erörtert zutreffend, dass Stimmrechtsanteile logischer Weise nicht zugleich zustehen und zugerechnet werden können.

87 Pötzsch/Möller WM 2000 Sonderbeilage 2, 18.

88 Bartelt § 23 WpÜG, S. 148 ff.

89 Kommentierung zu § 30 Rdn. 164.

90 Vgl. eingehend zu diesem Problem § 30 Rdn. 161.

Zum Teil wird behauptet, es handele sich bei der Formulierung in § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. um ein Versehen des Gesetzgebers. Demnach sei es nicht zu rechtfertigen, warum ausgerechnet bei der Meldung der Beteiligungsverhältnisse nur eine eingeschränkte Zurechnung erfolgen soll. Auch Stimmrechte die lediglich gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen zuzurechnen seien, erhöhten das Kontrollpotential des Bieters und dürften nicht unbeachtet bleiben. Das Wort »ihm« müsse durch das Wort »ihnen« ersetzt werden.<sup>91</sup>

**Vom Ergebnis ist dieser Ansicht zuzustimmen**, denn es sollten die beiden Offenlegungspflichten in § 11 i. V. m. § 2 Nr. 5 AngebVO und § 23 parallel laufen. Allerdings ist eine Korrektur des Wortlautes des § 23 Abs. 1 S. 1 (»ihm«) nicht erforderlich, da dieser Satz auf § 30 verweist.<sup>92</sup> § 30 Abs. 2 S. 1 bestimmt, dass dem Bieter auch Stimmrechte von Dritten zugerechnet werden, mit denen er sein Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft abgestimmt hat.<sup>93</sup> Über die Verweisung in § 30 Abs. 2 S. 3 auf Abs. 1 S. 1 sind darin die Stimmrechte, die ihm zuzurechnen sind, enthalten. Umfasst sind damit nach Abs. 1 Nr. 1 auch die Stimmrechte seiner Tochterunternehmen, zu denen wiederum über § 30 Abs. 1 S. 2 auch die den Tochterunternehmen lediglich zuzurechnenden Stimmrechte gehören. Damit entsteht eine **umfassende Abdeckung** der Zurechnung und es sind alle auf den ersten Anschein nicht erfassten Stimmrechte bereits in § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 4. Var. enthalten. Eine Gesetzesänderung würde nur zu Überschneidungen und Doppelnennungen führen.<sup>94</sup>

c) **Die zugegangenen Annahmeerklärungen (§ 23 Abs. 1 S. 1 2. Alt.). aa) Annahmeerklärung.** Bei der Annahmeerklärung handelt es sich um eine einseitige, empfangsbedürftige Willenserklärung unter Abwesenden. Mit ihr soll die Einigung zumindest über den Kauf der Anteile zustande kommen.<sup>95</sup> 59

**bb) Zugang.** Die Annahmeerklärung wird erst wirksam, wenn sie zugeht. Der Zugang i. S. d. § 130 Abs. 1 S. 1 BGB erfolgt, wenn die Willenserklärung so in den Machtbereich des Empfängers gelangt ist, dass für diesen die Möglichkeit der Kenntnisnahme besteht und die Kenntnisnahme nach allgemeiner Verkehrsanschauung zu erwarten ist.<sup>96</sup> 60

Bedient sich der Bieter zur Abwicklung der Übernahme eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens, so ist fraglich, ob dieses als **Empfangsbote oder Empfangsvertreter** zu qualifizieren ist. Beim Empfangsboten ist für das Wirksamwerden der Annahmeerklärung die Weiterleitung an den Bieter maßgeblich<sup>97</sup>, beim Empfangsvertreter reicht es für das Wirksamwerden der Annahmeerklärung aus, dass sie in den Machtbereich des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gelangt.<sup>98</sup> Im

<sup>91</sup> So Witt NZG 2000, 809, 817 zum § 25 Abs. 1 DiskE.

<sup>92</sup> Bartelt § 23 WpÜG, S. 145 f.

<sup>93</sup> Zum Problem der gleichlaufenden Anwendung von § 30 Abs. 2 und § 2 Abs. 5 die Kommentierung zu § 30 Rdn. 241; Geibel/Süßmann/Süßmann<sup>2</sup> § 30 Rdn. 29 ff.; Oechsler NZG 2001, 817, 819.

<sup>94</sup> Bartelt § 23 WpÜG, S. 147.

<sup>95</sup> Geibel/Süßmann BKR 2002, 52, 57.

<sup>96</sup> Ganz h. M., so BGH 3.11.1996 NJW-RR 1996, 641, 642; Müko-BGB/Einsele<sup>3</sup> § 130 Rdn. 16 Fn. 37m. w. N.; Palandt/Ellenberger<sup>49</sup> § 130 Rdn. 5.

<sup>97</sup> Palandt/Ellenberger<sup>49</sup> § 130 Rdn. 9.

<sup>98</sup> Bartelt § 23 WpÜG, S. 160.

Ergebnis sprechen die besseren Argumente für die Qualifizierung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens als **Empfangsvertreter**: Der Bieter hat sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen für das Übernahmeverfahren ausgesucht; er bestimmt allein, ob und welches Institut er damit beauftragt. Folglich muss auch er das alleinige Risiko eines Übermittlungsfehlers im Bereich des Wertpapierdienstleistungsunternehmens tragen. Der Angebotsempfänger hat oftmals keine andere Möglichkeit, als sich an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu wenden. Ihm darf nicht das Risiko aufgebürdet werden, das sich durch die zusätzliche Übermittlungsstelle ergibt. Im Zweifel ist deshalb davon auszugehen, dass der Bieter den Dienstleistungsunternehmen eine konkludente Vollmacht zur Abwicklung des Übernahmeverfahrens erteilt hat.

- 61 Wenn man diese Ansicht ablehnt, verlängert sich der **Zugang** der Annahmeerklärung um die Zeitspanne bis mit der Weiterleitung an den Bieter gerechnet werden kann.<sup>99</sup> Der Bieter muss täglich mit Angebotsannahmen rechnen und muss schon aus eigenem Interesse für eine schnelle Weiterleitung sorgen, um die Veröffentlichungsfristen des § 23 Abs. 1 einzuhalten. Im Zuge eines Übernahmeverfahrens ist dieser Zeitraum sehr kurz zu fassen: Die Weiterleitung hat spätestens am nächsten Börsentag zu erfolgen.
- 62 d) **Problem der Einbeziehung von Erwerbsvereinbarungen** (§ 23 Abs. 1 S. 2 2. Alt. i. V. m. § 31 Abs. 6). Durch den Verweis in § 23 Abs. 1 S. 2 auf § 31 Abs. 6 wird der Anwendungsbereich der zuzurechnenden Stimmrechte in der 1. Alt. erweitert (vgl. oben Rdn. 56). Dadurch kann es bei strenger Beachtung des Wortlauts zu **Doppelennnungen** kommen. Führt eine Annahmeerklärung zu einer schuldrechtlichen Vereinbarung i. S. d. § 31 Abs. 6, müssten die Stimmrechte sowohl in den Angaben der 1. Alt. 4. Var. (zuzurechnende Stimmrechte) als auch in der 2. Alt. (Stimmrechte aus zugegangenen Annahmeerklärungen) enthalten sein. Eine solche Doppelennnung bringt dem Angebotsempfänger aber keine zusätzliche Transparenz, sondern gestaltet die Veröffentlichung nur **unübersichtlicher**. Aus diesem Grund sind Doppelennnungen im Rahmen des § 23 Abs. 1 kenntlich zu machen. Folglich muss in den Sonderfällen der Überschreitung der erweiterte Zurechnungstatbestand einen Hinweis enthalten, dass die Stimmrechte auch in Abs. 1 2. Alt. genannt sind.<sup>100</sup>
- 63 e) **Die Ausnahme des § 20.** Die BaFin kann nach Antrag des Bieters Wertpapiere bei der Berechnung im Rahmen des § 23 unberücksichtigt lassen, § 20 Abs. 1 i. V. m. Abs. 2. Danach können Aktien ausgenommen werden, die im **Handelsbestand** gehalten werden und mit denen auf die Geschäftsführung der Zielgesellschaft kein Einfluss ausgeübt werden soll. Damit soll die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes sichergestellt werden und es dem Bieter und seinen Töchtern sowie den Dritten ermöglicht werden, den Wertpapierhandel fortzuführen, wenn es sich dabei um ihr Kerngeschäft handelt.<sup>101</sup> Dieser Ausnahme wird allerdings vorgeworfen, dass die genannten Fälle in der Praxis nicht vorkommen<sup>102</sup> oder zumindest nur schwer abzugrenzen seien.<sup>103</sup>

99 Palandt/Ellenberger<sup>69</sup> § 130 Rdn. 9; MüKo-BGB/Einsele<sup>5</sup> § 130 Rdn. 27; Soergel/Hetfér-mehl<sup>13</sup> § 130 Rdn. 19.

100 Bartelt § 23 WpÜG, S. 149 f.

101 Begr RegE zu § 20.

102 Witt NZG 2001, 809, 815.

103 Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 20 Rdn. 4 ff. und ähnlich auch bei § 23 WpHG; vgl. Assmann/Schneider/Schneider<sup>5</sup> § 23 Rdn. 13.

### 3. Veröffentlichungspflicht

a) **Umfang der Veröffentlichung.** aa) **Die einzelnen Informationen bei § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt.** Der Bieter ist nach § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. verpflichtet, die Anzahl der von § 2 Abs. 2 erfassten Wertpapiere (1. Var.) einschließlich der Höhe der jeweiligen Wertpapieranteile (2. Var.), sowie der ihm zustehenden (3. Var.) und zurechenbaren (4. Var.) Stimmrechtsanteile zu veröffentlichen. 64

Bei der Veröffentlichung der Anzahl der **Wertpapiere (1. Var.)** ist die im Gesetz aus geführte **Dreiteilung** zu beachten. Die Angaben sind für den Bieter, die gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen separat durchzuführen. Diese Dreiteilung muss auch bzgl. der **Höhe der Wertpapieranteile (2. Var.)** gelten. Dies ergibt sich zum einen aus dem Gesetzestext, der durch das Wort »jeweiligen« eine Verknüpfung mit den einzelnen Angaben der 1. Var. herstellt. Zum anderen wird die tatsächliche Beteiligungssituation für den Angebotsempfänger erst durch eine Aufteilung besser nachvollziehbar und transparenter. 65

Das Wort »jeweiligen« kann nicht ausschließlich auf die verschiedenen Gattungen der Aktien bezogen werden. Dagegen spricht nicht nur der Wortlaut der Norm, sondern es fehlt auch an ausreichenden Hinweisen in der Entstehungsgeschichte und in der Begründung des § 23.

Bei der **Angabe der Stimmrechtsanteile (3. und 4. Var.)** ist der Wortlaut des § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. nicht eindeutig. Es wird die Meinung vertreten, die Verknüpfung durch das Wort »und« vor den Stimmrechtsanteilen beziehe sich auch auf die »Anzahl« in § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 1. Var. Die Transparenz erfordere es auch hier, die Anzahl der Stimmrechtsanteile zu veröffentlichen.<sup>104</sup> 66

Dieser Ansicht ist jedoch entgegenzutreten. Zum einen spricht dagegen die sich grammatisch eher anbietende Auslegung, dass sich das »und« vor dem Wort Stimmrechtsanteile nur auf die »Höhe« der zweiten Variante und nicht auf die vom Satzbau her entferntere erste Variante bezieht. Zum anderen kann der Angebotsempfänger bereits aus der **Höhe** des Stimmrechtsanteils die Erfolgsaussichten einer Übernahme beurteilen. Die Kenntnis der Anzahl der Stimmrechte ist dagegen nicht erforderlich, sondern würde lediglich eine überflüssige Zusatzinformation darstellen, die den Bieter unnötig belastet und den Angebotsempfänger eher verwirrt. 67

Des weiteren ist bei der Angabe der Stimmrechtsanteile (3. und 4. Var.) keine Dreiteilung erforderlich, da das Wort »ihm« nicht durch »ihnen« ersetzt werden muss (vgl. Rdn. 57) und die Stimmrechte der gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen über die Zurechnung in dem Posten des Bieters enthalten sind. 68

Durch den Verweis in § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. 4. Var. auf § 30 könnte für den Bieter zusätzlich die Pflicht entstehen, im Rahmen der Stimmrechtsanteile die einzelnen Zurechnungstatbestände des § 30 separat anzugeben. Eine solche **getrennte Auflistung** ist jedoch **nicht erforderlich**, um die nötige Transparenz zu erzielen.<sup>105</sup> Dies ergibt sich aus einem Vergleich mit anderen Veröffentlichungspflichten. Nach § 2

<sup>104</sup> So noch zu § 25 DiskE Witt NZG 2000, 809, 817.

<sup>105</sup> Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 16; Bartelt § 23 WpÜG, S. 145 f.

Nr. 5 AngebVO sind in den Angebotsunterlagen die entsprechenden Zurechnungstatbestände getrennt anzugeben. Dies gilt gem. § 35 Abs. 1 S. 3 auch für die Abgabe eines Pflichtangebots. Aus dem Fehlen einer solchen Bestimmung im § 23 ist im Umkehrschluss zu folgern, dass der Gesetzgeber eine solche getrennte Angabe nicht wollte. Auch der Normzweck erfordert sie nicht, da mit den genannten Angaben dem Aktionär der Zielgesellschaft ausreichende Informationen zur Beurteilung der Übernahmesituation zur Verfügung stehen.

- 70 Insgesamt muss die Mitteilung nach § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. für jede Wertpapiergattung somit mindestens aus vier Positionen bestehen:
- Anzahl der gehaltenen Aktien (1. Var.),
  - Höhe der daraus resultierenden Wertpapieranteile (2. Var.),
  - Höhe der zustehenden Stimmrechtsanteile (3. Var.) und
  - Höhe der über § 30 zugerechneten Stimmrechtsanteile (4. Var.).

Durch die Aufteilung in Var. 1 und 2 in Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Personen und deren Tochterunternehmen kann sich je nach Anzahl der relevanten Personengruppen jedoch auch eine **weitere Aufspaltung** ergeben. Kommt es zu Doppelnennungen, etwa weil gemeinsam handelnde Dritte für ihre gehaltenen Wertpapiere Annahmeerklärungen abgeben, sind diese Doppelnennungen kenntlich zu machen, um eine Irreführung des Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft zu vermeiden.<sup>106</sup>

- 71 bb) Die **einzelnen Informationen** bei § 23 Abs. 1 S. 1 2. Alt. Für § 23 Abs. 1 S. 1 2. Alt. hat der Gesetzgeber die Mitteilungspflichten weniger ausführlich geregelt: der Bieter hat in jeder Wertpapiergattung
- die Anzahl der Wertpapiere (1. Var.)
  - einschließlich der Höhe der Wertpapieranteile (2. Var.)
  - und Stimmrechtsanteile (3. Var.)

zu veröffentlichen. Bei der Auslegung der einzelnen Tatbestandsmerkmale kann auf § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. verwiesen werden.

- 72 b) **Form, Dauer und Nachweis der Veröffentlichung.** § 23 Abs. 1 S. 1 verweist auf § 14 Abs. 3 S. 1. Die Mitteilung muss im **Internet** (Nr. 1) und im **elektronischen Bundesanzeiger** oder durch Bereithalten zur kostenlosen Ausgabe bei einer **geeigneten Stelle** im Inland (Nr. 2, sog. Schalterpublizität) erfolgen. Der Bieter muss die Informationen im Internet und über die Schalterpublizität des § 14 Abs. 3 Nr. 2 Alt. 2 so lange zugänglich machen, so lange sie nötig sind, um das *prisoners' dilemma* zu vermindern, d. h. in der Regel bis zum Ende der ursprünglichen Annahmefrist (zu den Ausnahmen bei der weiteren Annahmefrist des § 16 Abs. 2 oben Rdn. 14 ff.). Des Weiteren sieht § 23 Abs. 1 S. 1 a. E. die Mitteilung an die BaFin vor. Diese hat gem. § 45 grundsätzlich schriftlich, unter besonderen Voraussetzungen aber auch mittels elektronischer Datenträger zu erfolgen.<sup>107</sup>

- 73 Durch den Verweis von § 23 Abs. 1 S. 2 auf § 14 Abs. 3 S. 2 entsteht zusätzlich die Pflicht, der BaFin unverzüglich einen Beleg über die Veröffentlichung zu übersenden.

106 Vgl. Rdn. 62; näher zu diesem Problem mit Beispielen *Bartelt* § 23 WpÜG, S. 170 ff.

107 Ausführlich § 45 Rdn. 18 ff., 27 f.

c) **Zeitpunkt der Veröffentlichung.** aa) Wöchentlich bzw. täglich während des Laufs der Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1). Während man in Österreich oder Großbritannien (oben Rdn. 39 und 38) auf Erwerbstatbestände abstellt, geht man in Deutschland von festen Fristen aus. Die Veröffentlichung hat gem. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 1. Alt. zunächst mindestens wöchentlich zu erfolgen. Kürzere Intervalle sind freiwillig zulässig.<sup>108</sup> Die Berechnung der Wochenfrist erfolgt über die allgemeine Regel des § 188 Abs. 2 BGB. In der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist ist gem. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 2. Alt. sogar eine tägliche Mitteilungspflicht vorgesehen, für die § 188 Abs. 1 BGB gilt. Mit diesen verkürzten Veröffentlichungsintervallen wird der Tatsache Rechnung getragen, dass die letzte Woche der Frist oftmals der entscheidende Zeitraum der Übernahme ist (oben Rdn. 12). Im Zusammenhang mit den erheblichen Transaktionskosten, die den Unternehmen durch die Veröffentlichungspflichten entstehen, erscheint es fraglich, ob eine wöchentliche Veröffentlichung in der Anfangsphase des Angebots erforderlich ist.<sup>109</sup>

Ungeklärt ist noch die Frage, wie lange vor der Veröffentlichung die Angaben beim Bieter eingegangen sein müssen, um noch in der jeweiligen Veröffentlichung enthalten zu sein. Wenn der Bieter beispielsweise mittwochs zu veröffentlichen hat, ist zu prüfen, bis zu welchem früheren Zeitpunkt die einschlägigen Erwerbstatbestände zu berücksichtigen sind. Der Bieter weiß, dass jederzeit Annahmen eintreten können. Auch kleinere Bieter können über die gesamte, ohnehin sehr kurze Annahmefrist dafür sorgen, dass während der üblichen Geschäftszeiten eine sofortige Erfassung und Weiterleitung der Annahmeerklärungen garantiert ist.

In der Schweiz beispielsweise ist eine Pflicht zur sofortigen Mitteilung am nächsten Börsentag in Art. 31 Abs. 5 BEHG i. V. m. Art. 42 UEV-UEK bereits seit einiger Zeit festgelegt (oben Rdn. 41). Generell kann man auch für § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 die Weiterleitung der Annahmeerklärungen innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums von höchstens einem Werktag (24 Stunden) verlangen. Allerdings kann die konkrete Zeitspanne divergieren: Eine Veröffentlichung am Wochenende oder an Feiertagen kann schon mangels Publikation im elektronischen Bundesanzeigernicht gefordert werden. Zudem läuft an diesen Tagen nach § 193 BGB die Frist nicht ab.<sup>110</sup>

Dem Bieter ist ein **organisatorisches Fehlverhalten** zur Last zu legen, wenn eine Änderung der Beteiligungsverhältnisse nicht spätestens am nächsten Werktag an das entsprechende Veröffentlichungsmedium weitergeleitet wird.<sup>111</sup> Dies gilt verstärkt für die letzte Woche, in der er mit stündlichen Annahmen rechnen muss und die Veröffentlichung ohnehin täglich zu erfolgen hat.

bb) **Unverzügliche Veröffentlichung nach Ablauf der Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2).** Nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 müssen die erworbenen oder zugesagten Beteiligungen unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist veröffentlicht werden.

<sup>108</sup> Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 21.

<sup>109</sup> Zur weiteren Kritik an überhöhten Informationspflichten, dem *information overload* s. etwa Rogers/Agarwala-Rogers Communications in Organizations, 1976, S. 90; Fleischer Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 116; Merkt Zfbf 55 (2006), 24 ff.; Möllers JZ 2009, 861, 869.

<sup>110</sup> Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 22.

<sup>111</sup> Zu den Problemen in der Praxis Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 27 ff.

74

75

76

77

Nach der Legaldefinition des § 121 BGB bedeutet »unverzüglich« ohne schuldhaftes Zögern. Diese Umschreibung kann auch auf das WpÜG übertragen werden.<sup>112</sup>

**78 Bei der Ausfüllung dieser Definition stehen sich zwei Interessen gegenüber.**

Zum einen besteht ein Interesse sowohl der **Angebotsempfänger als auch des Kapitalmarkts, möglichst schnell zu erfahren**, ob das Angebot erfolgreich war oder nicht. Die annehmenden Aktionäre der Zielgesellschaft müssen vor allem für den Fall, dass das Angebot unter der Bedingung der erfolgreichen Übernahme steht, wissen, ob das Übernahmeverfahren erfolgreich war oder nicht. Ablehnende Aktionäre müssen wissen, ob sie einem neuen Mehrheitseigentümer gegenüber stehen. Wenn der Bieter schon während des Übernahmeverfahrens eine tägliche Mitteilung abgeben kann, ist ein solch schnelles Handeln ihm auch für die Tage nach Ende der Annahmefrist zulässig. Zudem muss der Bieter ohnehin damit rechnen, dass er aufgrund des § 16 Abs. 2 weiterhin Zusagen entgegennehmen muss. Durch eine restriktive Auslegung des Wortes »unverzüglich« wird dem Gebot des raschen Verfahrens gem. § 3 Abs. 4 S. 1 Rechnung getragen. Damit wäre, wie bei § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, eine Zeitspanne von einem Werktag als unverzügliche Veröffentlichungsfrist anzunehmen.

**79 Allerdings steht diesem Raschheitsgebot das Interesse des Kapitalmarkts und der Anleger an einer korrekten Angabe entgegen.** Es darf nicht außer Acht gelassen werden, dass das Endergebnis unter besonderer Sorgfalt festgelegt werden muss. Es geht schließlich um die endgültige Feststellung, ob das Angebot erfolgreich war oder nicht. Anders als bei Nr. 1 folgen in der Regel keine weiteren korrigierenden Angaben. Die exakte Bestimmung der eingegangenen Annahmen darf nicht gänzlich hinter die Eilbedürftigkeit zurücktreten. Zudem erfolgt eine nicht unerhebliche Anzahl von Annahmen gerade erst am letzten Tag, die zudem oftmals nur bei den Depotbanken eingehen. Dies bedeutet einen erhöhten Prüfungs- und Organisationsaufwand auf Seiten des Bieters. Vor diesem Hintergrund erscheint es angemessen, von einem Zeitraum von *fünf Börsentagen*<sup>113</sup> auszugehen; gegebenenfalls ist noch das Wochenende hinzuzufügen.<sup>114</sup> In diesem Zeitraum ist eine sorgfältige Prüfung durchführbar.

**80 cc) Unverzügliche Veröffentlichung nach Ablauf der weiteren Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3).** Nach § 16 Abs. 2 haben Zielaktionäre, die das Angebot bisher nicht angenommen haben, unabhängig vom Erfolg des Angebots eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 verlangt die Veröffentlichung der erworbenen und zugesagten Beteiligungen **unverzüglich** nach Ablauf der zusätzlichen Annahmefrist des § 16 Abs. 2. Diese beginnt mit der Mitteilung gem. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 zu laufen. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 dient dazu, nach Ablauf der weiteren Annahmefrist für Klarheit über den Ausgang zu sorgen.<sup>115</sup>

Auch hier ist unverzüglich, wie bei Nr. 2, als »ohne schuldhaftes Zögern« (§ 121 BGB) zu verstehen. Wiederum erscheint ein Zeitraum von **maximal fünf Werk-**

112 Ebenso für das österreichische ÜbG *Hausmaninger/Herbst* § 19 Rdn. 8.

113 Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 29, geht von sieben Kalendertagen aus. Dadurch wird allerdings das Risiko, an Feiertagen nicht arbeiten zu können, einseitig auf den Bieter abgewälzt und ohne Grund von den in der Praxis akzeptierten fünf Arbeitstagen abgewichen.

114 Vgl. auch Anmerkungen zum Übernahmekodex zu Art 7 Nr. 15.

115 Begr RegE zu § 23.

tagen angemessen (oben Rdn. 79), weil Zweck der Norm ist, möglichst schnell Klarheit über den Ausgang des Verfahrens zu erhalten, aber aus Gründen der Rechtsicherheit auf die Korrektheit der Angabe ein besonderes Gewicht zu legen ist.<sup>116</sup>

**dd) Unverzügliche Veröffentlichung nach Erreichen der für einen neuen Ausschluss nach § 39a Abs. 1 und 2 erforderlichen Beteiligungshöhe (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 4).** Nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 hat der Bieter unverzüglich das Erreichen der für einen Ausschluss nach § 39a Abs. 1 und 2 erforderlichen Beteiligungshöhe von 95 % des stimmberechtigten Grundkapitals der Zielgesellschaft zu veröffentlichen. Zweck dieser Mitteilungspflicht ist es, dass in der Zielgesellschaft verbliebene Aktionäre die notwendigen Informationen erhalten, um ihr Andienungsrecht nach § 39c (*Sell out*) auszuüben.<sup>117</sup> Gem. § 39c S. 2 beginnt die Dreimonatsfrist für den Sell out erst mit der ordnungsgemäßen Veröffentlichung durch den Bieter. Dabei entsteht die Veröffentlichungspflicht nicht erst, wenn der Bieter oder eine Person, deren Anteile dem Bieter nach § 39a Abs. 2 i. V. m. § 16 Abs. 2 und 4 AktG zum Ende der (ggf. weiteren) Annahmefrist die notwendige Anzahl von Aktien hält. Gem. § 39a Abs. 4 S. 2 genügt es, wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot in einem Umfang angenommen worden ist, dass ihm beim späteren Vollzug des Angebots Aktien in Höhe des zum Ausschluss mindestens erforderlichen Anteils am stimmberechtigten oder am gesamten Grundkapital der Zielgesellschaft gehören werden. Für die Feststellung der erforderlichen Beteiligungshöhe gilt über die Verweisung in § 39a Abs. 2 § 16 Abs. 2 und 4 AktG entsprechend.<sup>118</sup>

**ee) Die Anwendung der Veröffentlichungsfristen gem. § 23 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 analog in den Fällen des § 16 Abs. 2.** § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 sieht nach dem eindeutigen Wortlaut für den Fall des § 16 Abs. 2 keine weiteren laufenden Mitteilungspflichten über die Beteiligungsverhältnisse (»Wasserstandsmeldungen«) während der weiteren Annahmefrist vor und in § 16 wird nicht auf § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 verwiesen.

Im Rahmen des Verfahrens nach § 16 Abs. 2 ist eine Veröffentlichungspflicht in entsprechender Anwendung des § 23 Abs. 1 S. 1 in den Fällen zu begründen, in denen weiterhin ein *prisoners' dilemma* vorliegt. Eine Lücke ist nicht vorhanden, soweit bereits ein Kontrollangebot von 50 % erreicht ist.<sup>119</sup> Eine **planwidrige Regelungslücke** ist aber in den zwei anderen Fallgruppen vorhanden, in denen entweder die Mindestannahmequote unter 50 % liegt oder aber der Bieter das Angebot nicht unter eine Bedingung gestellt hat.<sup>120</sup> Ohne entsprechende Informationen würde der Gesetzgeber aber dem Schutzzweck des § 23 Abs. 1 S. 1 nicht mehr gerecht: Unschlüssigen Aktionären soll nach § 16 Abs. 2 eine zweite Chance zur Annahme eingeräumt werden.<sup>121</sup> Ist das Angebot bisher noch nicht erfolgreich gewesen, befinden sich die Angebotsempfänger weiterhin im *prisoners' dilemma*. Ohne weitere Informationen über die Beteiligungsverhältnisse würde der Entscheidungsdruck jetzt nicht, wie vom Gesetzgeber gewollt, abgemildert, sondern bliebe erhalten.

<sup>116</sup> Begr RegE zu § 23.

<sup>117</sup> Begr RegE ÜR-UG BR-Drucks. 154/06, S. 34.

<sup>118</sup> Kritisch Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 33 a.

<sup>119</sup> Siehe oben Rdn. 14 und Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 31.

<sup>120</sup> Siehe oben Rdn. 15. A. A. Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 31, der diese zwei Fallgruppen nicht thematisiert.

<sup>121</sup> Begr RegE zu § 16.

Aus den Gesetzesmaterialien ergeben sich keine Anhaltspunkte, dass der Gesetzgeber beabsichtigte, den Schutzzweck des § 23 Abs. 1 S. 1 für die zweiwöchige Zulassungsfrist des § 16 Abs. 2 nicht weiter zu verfolgen.

- 84 Die für eine Analogie **vergleichbare Situation** und gemeinsame Interessenlage ist gegeben. Die Frist des § 16 Abs. 2 ist ihrer Art nach nichts anderes als eine verlängerte Annahmefrist. In beiden Sachverhaltsvarianten befindet sich der Angebotsempfänger zudem im *prisoners' dilemma*. Er sieht sich aufgrund der Unsicherheit jeweils einem erhöhten Verkaufsdruck ausgesetzt (oben Rdn. 3 ff.). Das vorläufige Ergebnis reicht dabei nicht zum Schutz der Angebotsempfänger aus, denn schließlich können sich während der zusätzlichen Frist des § 16 Abs. 2 noch entscheidungsrelevante Änderungen ergeben. Mit einer Information ausschließlich am Anfang dieser Zweiwochenfrist wird die Unsicherheit nur noch erhöht, weil der Angebotsempfänger ohne zusätzliche Informationen nicht abschätzen kann, wie sich die Situation entwickeln wird. Es ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber diese Lücke übersehen hat.
- 85 Im Ergebnis ist die in besonderen Fällen (oben Rdn. 15) entstehende Schutzlücke während der zusätzlichen Annahmefrist des § 16 Abs. 2 durch eine entsprechende Anwendung des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und 2 zu lösen. Es besteht damit eine Pflicht zur fortlaufenden Information über die Beteiligungsverhältnisse auch während der Frist des § 16 Abs. 2.

Die Analogie **erstreckt sich nur** auf die zivilrechtlichen Folgen (s. unten Rdn. 99 ff.). Nicht entsprechend herangezogen werden kann die Sanktionsnorm des § 60 Abs. 1 Nr. 1 lit. b). Dies würde gegen das Analogieverbot des § 3 OWiG verstößen.<sup>122</sup>

### III. Mitteilungspflicht nach § 23 Abs. 2

- 86 Nach § 23 Abs. 2 müssen bei erfolgreichen Übernahme- und Pflichtangeboten<sup>123</sup> alle **Nacherwerbungen und Erwerbungen außerhalb des Angebotsverfahrens** von Aktien- und Stimmrechtsanteilen inklusive der Gegenleistung gem. § 14 Abs. 3 S. 1 veröffentlicht werden. Für sonstige Angebotsverfahren gilt Abs. 2 im Gegensatz zu Abs. 1 nicht.<sup>124</sup> § 23 Abs. 2 dient der Sicherung eventueller Ansprüche auf Nachbesserung der Gegenleistung aus § 31 Abs. 4 und 5.<sup>125</sup>

#### 1. Tatbestand

- 87 Für die Tatbestandsmerkmale »**gemeinsam handelnde Personen**« und »**Tochterunternehmen**« gelten die Ausführungen zu Abs. 1 (oben Rdn. 52 f.).
- 88 § 23 Abs. 2 S. 1 verlangt die **Kontrolle des Bieters** nach §§ 29 Abs. 2, 30 bzw. die Voraussetzungen für ein Pflichtangebot gem. § 35 Abs. 1 müssen vorliegen, d. h. das Angebot muss erfolgreich gewesen sein.

<sup>122</sup> Bartelt § 23 WpÜG, S. 198.

<sup>123</sup> Begr. RegE zu § 23.

<sup>124</sup> Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 33.

<sup>125</sup> Begr. RegE zu § 23.

Im Rahmen des § 23 Abs. 2 ist problematisch, ob im Hinblick auf den Anwendungsbereich des § 31 Abs. 5 eine Veröffentlichungspflicht auch bei **Angeboten** geboten ist, die nicht erforderlich waren.<sup>126</sup> Nach dem Wortlaut des § 23 Abs. 2 ist eine Veröffentlichung nur im Falle der Kontrollwerbung (und der Erfüllung einer durch den Bieter gesetzten Mindestquote) erforderlich. Die Pflicht zur Nachbesserung der Leistung besteht dagegen nach § 31 Abs. 5 unabhängig vom Kontrollerwerb des Übernahmevertrags.<sup>127</sup> Es entsteht eine Schutzlücke für den Angebotsempfänger, denn der annehmende Angebotsempfänger könnte ohne eine Veröffentlichung nach § 23 Abs. 2 möglicherweise seine Nachbesserungsansprüche aus § 31 Abs. 5 mangels Kenntnis der Nacherwerbung nicht durchsetzen. Anders als etwa bei einem Teilangebot, bei dem eine Nachbesserung nicht vorgesehen ist, kann der Angebotsempfänger bei einem unbegrenzten Angebot ohne Bedingung auch davon ausgehen, dass Nacherwerbungen möglich sind. Er darf darauf vertrauen, dass er dann von erhöhten Gegenleistungen ebenfalls profitieren würde.<sup>128</sup> Nach dem Willen des Gesetzgebers will § 23 Abs. 2 aber auch für ausreichende Transparenz sorgen, um die Nachbesserungsansprüche gem. § 31 Abs. 4 und Abs. 5 zu ermöglichen.<sup>129</sup> Wegen dieser vergleichbaren Interessenslage ist diese Lücke durch eine entsprechende Anwendung zu schließen.<sup>130</sup>

90  
Im Rahmen des Abs. 2 ist zwischen Erwerbungen außerhalb des Angebotsverfahrens und Nacherwerbungen zu differenzieren. Erwerbungen **außerhalb des Angebotsverfahrens** sind alle Erwerbungen, die nicht aufgrund der Annahme des Übernahmevertrags, aber noch während des Übernahmeverfahrens erfolgten.<sup>131</sup> Zu denken ist dabei beispielsweise an freie Käufe oder Erwerbungen im Rahmen einer Sicherungsverwertung.

91  
**Nacherwerbungen** hingegen sind alle Erwerbungen, die nach Beendigung des Übernahmeverfahrens, also nach Ablauf der letzten Annahmefrist, erfolgt sind. Diese können unabhängig von der Erwerbsart nicht mehr auf dem Angebot beruhen. Für solche Nacherwerbungen gilt die Zeitgrenze von einem Jahr nach Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses gem. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 bzw. Nr. 3 i. V. m. § 16 Abs. 2. Die Berechnung erfolgt nach § 188 Abs. 2 BGB. Mit Ablauf dieser Zeitspanne ist kein Bezug zum Übernahmevertrag mehr anzunehmen. Es soll wieder ein unbeschränkter Kapitalverkehr möglich sein.

92  
Durch den Verweis in § 23 Abs. 2 S. 2 auf § 31 Abs. 6 werden in beiden Alternativen des Abs. 2 Vereinbarungen den Erwerbungen gleichgestellt, auf Grund derer die Übereignung der Aktien verlangt werden können.

Nicht erfasst sind hingegen über § 20 Abs. 1 die Wertpapiere, die im Handelsbestand des Bieters, mit ihm gemeinsam handelnder Personen und deren Tochterunternehmen gehalten werden (oben Rdn. 63).

<sup>126</sup> Zu diesem Problem auch Geibel/Süßmann/*Thun*<sup>2</sup> § 23 Rdn. 36 ff.

<sup>127</sup> Näher dazu § 31 Rdn. 89), 73; Geibel/Süßmann/*Thun*<sup>2</sup> § 31 Rdn. 59.

<sup>128</sup> Geibel/Süßmann/*Thun*<sup>2</sup> § 31 Rdn. 59.

<sup>129</sup> Siehe oben Rdn. 22; Begr RegE zu § 23; *Pötzsch/Möller* WM 2000, Sonderbeit. 2, 1, 22.

<sup>130</sup> Im Ergebnis ebenso Geibel/Süßmann/*Thun*<sup>2</sup> § 23 Rdn. 38 f., § 31 Rdn. 59.

<sup>131</sup> Begr RegE zu § 23.

### 2. Umfang und Art der Veröffentlichung

- 93 a) **Umfang der Veröffentlichung.** § 23 Abs. 2 S. 1 schreibt die unverzügliche Veröffentlichung der Höhe der Aktien- und Stimmrechtsanteile unter Angabe der Höhe und Art der für jeden Anteil gewährten Gegenleistung vor.

Für die Tatbestandsmerkmale der erworbenen Stimmrechtsanteile wird auf die Ausführungen zu § 23 Abs. 1 S. 1 verwiesen (oben Rdn. 54 ff.). Im Unterschied zu Abs. 1 wurden nach dem Wortlaut von Abs. 2 nicht mehr alle Wertpapiere erfasst, sondern **nur noch Aktien**.<sup>132</sup>

- 94 Über die Angaben der Anteile ist in Abs. 2 die Veröffentlichung der Höhe und Art der gewährten Gegenleistung vorgeschrieben. Diese zusätzliche Information ist nötig, um einen **eventuellen Anspruch auf Nachbesserung** an dieser Gegenleistung orientieren zu können. Ob ein solcher dann tatsächlich besteht, ist für die Anwendung des § 23 Abs. 2 nicht maßgeblich.

Nach dem Wortlaut der Regelung muss lediglich die Höhe und Art der Gegenleistung angegeben werden und nicht deren tatsächlicher Wert. Dies ist dann vollkommen ausreichend, wenn der Angebotsempfänger daraus in Verbindung mit der angegebenen Anzahl und eventuell zusätzlicher Informationen seinen Anspruch ermitteln kann.<sup>133</sup> Ob dies der Fall ist, muss im konkreten Einzelfall bestimmt werden.

Bei der zu veröffentlichten Gegenleistung ergibt sich ein **Reibungspunkt zu § 31 Abs. 5**. Dort ist die vereinbarte Gegenleistung ausschlaggebend für die Nachbesserung. Nach dem Wortlaut des § 23 Abs. 2 S. 1 ist die Gegenleistung jedoch nur zu veröffentlichen, soweit sie bereits gewährt wurde. Diese Abweichung bietet Raum für Missbrauch, indem zwar eine höhere Gegenleistung vereinbart wird, diese aber erst später gewährt wird. Der Bieter würde nach dem Wortlaut des § 23 Abs. 2 S. 1 keiner Veröffentlichungspflicht unterliegen und der Empfänger würde keine Kenntnis von den einen Anspruch begründenden Tatsachen erhalten. § 23 Abs. 2 S. 2 und § 31 Abs. 5 würden in ihrem Anwendungsbereich nicht übereinstimmen. Um diese Diskrepanz zu vermeiden, ist der Ansicht zuzustimmen,<sup>134</sup> dass unter die gewährte Gegenleistung auch diejenige fallen muss, die nur bindend vereinbart wurde.<sup>135</sup> Der Zeitpunkt der Gewährung kann dann keine Rolle mehr spielen.

- 95 **Unverzüglich** ist auch bei § 23 Abs. 2 S. 1 i. S. d. § 121 BGB als »ohne schuldhaftes Zögern« zu verstehen. Im Vergleich zu Abs. 1 S. 1 Nr. 2 (oben Rdn. 77 ff.) sind bei Abs. 2 S. 1 keine erst allmählich eingehenden Annahmeerklärungen zu berücksichtigen. Der Tatbestand des Erwerbs ist einmalig und für den Bieter klar und eindeutig. Er kann dafür sorgen, dass die nötigen Informationen von den gemeinsam handelnden Dritten und deren Tochterunternehmen spätestens am nächsten Werktag an ihn weitergegeben werden. Im Gegensatz zu Abs. 1 S. 1 Nr. 2 ist deshalb von maximal zwei Werktagen ab Abschluss der Vereinbarung auszugehen, binnen derer er die Pflichten des § 23 Abs. 2 erfüllen muss. Zu beachten ist aber, dass die Pflicht zur Veröffentlichung erst ab Erlangung der Kontrolle eingreift. Folglich kann das Ver-

<sup>132</sup> Dazu auch Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 38.

<sup>133</sup> Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 42.

<sup>134</sup> S. Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 38 f.

<sup>135</sup> So auch Haarmann/Schüppen/Schröder<sup>3</sup> § 23 Rdn. 40.

zögern auch frühestens ab diesem Zeitpunkt »schuldbhaft« i. S. d. § 121 BGB sein. In Fällen, in denen der Bieter vor Erreichen der Kontrolle außerhalb des Angebotsverfahrens Beteiligungen erwirbt, sind dann jedoch auch die zwischen Angebot und Kontrollerlangung gewährten Gegenleistungen anzugeben, da auch diese u. U. einen Anspruch aus § 31 Abs. 5 begründen können.

**b) Art und Dauer der Veröffentlichung.** Die Veröffentlichung muss, wie bei Abs. 1, gemäß § 14 Abs. 3 S. 1 erfolgen (vgl. oben Rdn. 72). Der Bieter muss die Informationen so lange zugänglich machen, bis der Anleger mit keinen weiteren Nachbesserungsansprüchen mehr rechnen kann, d. h. mindestens bis Ablauf eines Jahres nach der Veröffentlichung gemäß § 23 Abs. 1 Nr. 2.

96

### 3. Überschneidung mit § 23 Abs. 1

Ein Erwerb außerhalb des Angebotsverfahrens kann gleichzeitig die Mitteilungspflicht aus § 23 Abs. 1 und 2 auslösen, weil sich auch § 23 Abs. 2 auf das laufende Annahmeverfahren (»nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage«) bezieht. Erfolgte der Erwerb vor Ablauf der Annahmefrist und sind die Voraussetzungen des Abs. 1 gegeben, ergibt sich eine Überschneidung der Veröffentlichungspflichten. § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. erfordert es gerade nicht, dass die Wertpapiere auch Gegenstand des Angebotsverfahrens sind, sondern es ist nur der tatsächliche Erwerb ausschlaggebend (vgl. oben Rdn. 48). § 23 Abs. 2 wiederum erfasst auch Erwerbungen, die vor Ablauf der Annahmefrist erfolgen, wenn diese außerhalb des Angebotsverfahrens liegen. Neben einer Veröffentlichung gem. § 23 Abs. 2 sind die Beteiligungen demnach auch in die Quoten des § 23 Abs. 1 S. 1 1. Alt. aufzunehmen. Nur so kann sichergestellt werden, dass die Beteiligungsanteile ausreichend transparent werden.<sup>136</sup> Aus der Überlappung der Anwendungsbereiche kann aber kein **Vorrangverhältnis** einer der Regelungen geschlossen werden. Beide Absätze haben ihren eigenen Schutzzweck, der unabhängig vom jeweils anderen bestehen kann und verfolgt werden muss. § 23 Abs. 2 steht folglich gleichberechtigt neben § 23 Abs. 1.

97

Um Missverständnisse gerade bei unerfahrenen Kleinaktionären zu vermeiden, müssen jedoch die Veröffentlichungen erkennbar nach § 23 Abs. 1 und Abs. 2 getrennt werden.

## IV. Rechtsfolgen eines Verstoßes

### 1. Ordnungswidrigkeit gem. § 60 Abs. 1 Nr. 1 lit. b)

Nach § 60 Abs. 1 Nr. 1 lit. b) begeht derjenige, der vorsätzlich oder leichtfertig eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt, eine Ordnungswidrigkeit. Diese kann gem. § 60 Abs. 3, 2. Alt. mit einer Geldbuße von bis zu € 500.000 geahndet. Über § 17 Abs. 4 OWiG sind höhere Bußgelder möglich, wenn die € 500.000 den wirt-

98

<sup>136</sup> Witt NZG 2000, 809, 818.

schaftlichen Vorteil, den der Täters aus der Ordnungswidrigkeit gezogen hat, nicht übersteigen.

**Übermittlungsfehler** eines eingeschalteten Wertpapierdienstleistungsunternehmens führen nur dann zu einer Ordnungswidrigkeit des Bieters, wenn diesem ein **eigenes Verschulden** in Form von Vorsatz oder Leichtfertigkeit gem. § 60 Abs. 1 vorgeworfen werden kann, wie z. B. in Form des Auswahl- oder Überwachungsverschuldens.

### 2. Haftung gem. § 12 bei Verletzung von § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und Nr. 2

- 99 a) **Anwendbarkeit von § 12.** Wenig geklärt ist die Frage, ob eine Haftung gem. § 12 in Betracht kommt, wenn gegen die Mitteilungspflichten des § 23 Abs. 1 S. Nr. 1 bzw. Nr. 2 verstoßen wurde. In der Literatur wird ein solcher Anspruch mit der Begründung abgelehnt, anders als bei § 21 Abs. 3 würde § 23 nicht auf § 12 verweisen.<sup>137</sup> Diese Ansicht übersieht dagegen, dass sich ein Anspruch auch ohne Verweisung unmittelbar aus § 12 begründen lässt. Die fehlerhafte oder unterlassene Veröffentlichung geänderter Beteiligungsverhältnisse während der Angebotsfrist bedeutet zugleich eine Verletzung der dem Bieter obliegenden **Aktualisierungspflicht der Angebotsunterlage**, welche eine Haftung nach § 12 begründet.<sup>138</sup> § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 legt die Zeiträume, in denen die Beteiligungsverhältnisse mitzuteilen sind, fest und bestimmt damit den Umfang der Informationspflichten des Bieters. Veröffentlicht der Bieter die Beteiligungsverhältnisse innerhalb der in § 23 Abs. 1 Nr. 1 genannten Fristen, genügt er der Aktualisierungs- und Veröffentlichungspflicht und haftet nicht nach § 12.
- 100 **Die Anwendung von § 12 bei unterbliebener oder falscher Mitteilung der aktuellen Beteiligungsverhältnisse während der Angebotsfrist ist auch interessengerecht:** Gerade in der entscheidenden Endphase des Angebotsverfahrens bedarf es dieses wirksamen Schutzes der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, die ihre Anlegerentscheidung noch nicht getroffen haben. Die Verhängung eines Bußgeldes ist nicht ausreichend, um die Mitteilungspflichten über die Beteiligungsverhältnisse des § 23 in ausreichendem Maße durchzusetzen.<sup>139</sup> Bei unrichtigen Informationen über die Beteiligungsverhältnisse im Rahmen des Übernahmeverfahrens kommt zum Schutz der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft folglich ein zivilrechtlicher Haftungsanspruch gegen den Bieter aus § 12 in Betracht.

Teilt der Bieter unzutreffend überhöhte Zahlen mit, entsteht ein zusätzlicher Verkaufsdruck für die Angebotsempfänger.<sup>140</sup> Unterlässt der Bieter die Veröffentlichung der Beteiligungsverhältnisse gänzlich oder erfolgt sie nicht zum vorgeschriebenen Zeitpunkt, ist die Angebotsunterlage ebenfalls fehlerhaft im Sinne des § 12, weil sie nicht die aktuelle Lage wiedergibt. Nur wenn sich die **Beteiligungsverhältnisse auch innerhalb der Fristen des § 23 Abs. 1 S. Nr. 1 nicht geändert haben**, scheidet in diesem Fall eine Haftung nach § 12 mangels fehlerhafter Angaben aus.

137 Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 52; Steinmeyer/Häger/Steinhardt<sup>3</sup> § 23 Rdn. 42.

138 S. dazu § 12 Rdn. 53. Zustimmend Baums/Thoma/Diekmann<sup>3</sup> § 23 Rdn. 75.

139 Kritisch zu der momentanen Lage auch Witt NZG 2000, 809, 819.

140 So Witt NZG 2000, 809, 819; Geibel/Süßmann/Thun<sup>2</sup> § 23 Rdn. 51.

Bei (meist wohl unbeabsichtigter) **Angabe zu niedriger Beteiligungen** werden demgegenüber die Empfänger vom Verkauf abgehalten, obwohl es sich aufgrund der Kontrollprämie möglicherweise um ein lukratives Angebot gehandelt hätte. Hier werden die Voraussetzungen des § 12 in der Regel nicht vorliegen, da die Annahme nicht auf den fehlerhaften Angaben beruht (zur haftungsbegründenden Kausalität siehe Rdn. 102).

Bei § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 ist zu differenzieren zwischen den Fällen, in denen eine verlängerte Annahmefrist zu laufen beginnt und den Situationen, in denen die Veröffentlichung das Endergebnis des Übernahmeverfahrens darstellt. Nur, wenn eine zusätzliche Annahmefrist folgt **und** der Angebotsempfänger weiterhin in einem *prisoners' dilemma* stecken kann (dazu oben Rdn. 15), ist eine Aktualisierung nötig, da nur dann die Entscheidung auf der Veröffentlichung beruhen kann.

b) **Zu den Voraussetzungen des § 12.** Grundsätzlich ergeben sich bei der Prüfung der Voraussetzungen des § 12 bei Verletzung der Veröffentlichungspflicht nach § 23 Abs. 1 S. Nr. 1 und Nr. 2 keine Besonderheiten. Auch hier ist die Wesentlichkeit der Angaben zu prüfen. Geringfügige Abweichungen von den tatsächlichen Beteiligungsverhältnissen für die Haftung sind irrelevant.<sup>141</sup>

Gibt der Bieter die ihm zustehenden Beteiligungen zu niedrig an, gelingt in der Regel die **Widerlegung der Kausalitätsvermutung**. Es sind kaum Fälle denkbar, in denen der Angebotsempfänger annimmt, weil er davon ausgeht, der Bieter verfüge über weniger Anteile als es tatsächlich der Fall ist. Die Annahme wäre im Normalfall auch bei Kenntnis der höheren Beteiligung erfolgt, da gerade hohe Beteiligungen des Bieters einen erhöhten Annahmedruck auslösen.

Auch hinsichtlich der Konkurrenzen des Anspruchs aus § 12 mit anderen Ansprüchen kann auf die Ausführungen zu § 12 verwiesen werden.<sup>142</sup>

### 3. Haftung gem. § 12 analog in den übrigen Fällen des § 23

a) **§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und 3.** Die Fälle des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 und Nr. 2 (zu den Ausnahmen i. R. d. Nr. 2 oben Rdn. 100) beziehen sich nicht auf die Aktualisierungspflicht des Bieters, da sie erst nach Ablauf der Annahmefrist eingreifen.<sup>143</sup> Sie bieten nur ein Abschlussbild und sind **keine Wasserstandsmeldungen**. Verletzt der Bieter diese Pflichten, wird dadurch die Entscheidung von Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft nicht mehr beeinflusst. Auch § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 bezieht sich über die Verweisung auf § 39a Abs. 1 auf die Zeit nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot.<sup>144</sup> Die Interessenlage ist aus diesem Grunde auch nicht mit der nach § 12 vergleichbar, so dass eine entsprechende Heranziehung der Haftungsnorm scheitert.

<sup>141</sup> Zur Wesentlichkeit s. die Ausführungen zu § 12 Rdn. 77 ff.

<sup>142</sup> S. § 12 Rdn. 148 ff.

<sup>143</sup> Zum Ende der Aktualisierungspflicht s. § 12 Rdn. 58 ff.

<sup>144</sup> § 39a Abs. 4 S. 2 bezieht sich nicht auf die Zeit vor Ablauf der (verlängerten) Annahmefrist, sondern betrifft Fälle, bei denen zwar die Annahmefrist beendet ist, das Angebot aufgrund einer noch offenen Bedingung aber noch nicht vollzogen werden kann, BT-Drucks. 16/1541, S. 13.

- 104 b) § 23 Abs. 2. § 23 Abs. 2 dient ausschließlich der Geltendmachung von Nachbeserungsansprüchen.<sup>145</sup> Eine Verletzung der Pflichten aus § 23 Abs. 2 wirkt sich ebenfalls nicht auf die Annahmeentscheidung aus.<sup>146</sup> Vielmehr wurde der Vertrag zur Übertragung der Anteile bereits geschlossen. Es handelt sich also nicht um einen Fall des Verstoßes gegen gesetzlich geregelte, vorvertragliche Informationspflichten, sondern um die Verletzung vertraglicher oder nachvertraglicher Nebenpflichten, die nach den allgemeinen zivilrechtlichen Regeln zu beurteilen ist. Einer Analogie zu § 12 steht die mangelnde Vergleichbarkeit der Situationen entgegen.

### 4. Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB

- 105 Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB ist § 23 nur dann, wenn er zumindest auch dem schadensrechtlichen Schutz des Einzelnen vor einer Verletzung dient.<sup>147</sup> Bei den bisher existierenden Transparenzvorschriften wird diese Frage nicht einheitlich beurteilt. Die Eigenschaft als Schutzgesetz ist sowohl bei § 20 AktG, als auch bei § 21 WpHG umstritten. So werden z. B. § 20 Abs. 1, 4 und 6 AktG zum Teil als Schutzgesetze angesehen.<sup>148</sup> Bei § 21 WpHG hängt die Einordnung als Schutzgesetz davon ab, ob man die Offenlegungspflicht auch als individualschützend ansieht<sup>149</sup> oder ob man der Ansicht folgt, dass die Offenlegungspflicht des § 21 WpHG nicht dem individuellen Anleger sondern ausschließlich dem Schutz des Kapitalmarktes dient<sup>150</sup>.
- 106 Bei § 23 ist die Lage eindeutiger. Das hauptsächliche Ziel von Abs. 1 ist es, dem individuellen Angebotsempfänger ausreichende Information zur Verfügung zu stellen und so das *prisoners' dilemma* abzumildern (vgl. oben Rdn. 11 ff.).<sup>151</sup> Der Schutz des Kapitalmarktes als Institution ist Nebenzweck. § 23 Abs. 2 dient der Bezifferung von Ansprüchen auf Nachbesserung der Gegenleistung. Der Individualschutz steht hier sogar noch eindeutiger im Vordergrund als bei Abs. 1.<sup>152</sup> Aus diesem Grund ist sowohl § 23 Abs. 1 als auch Abs. 2 als Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB anzusehen.<sup>153</sup> Die Tatsache, dass bei einer Verletzung von § 23 Abs. 1 bereits Schadenersatzansprüche aus § 12 entstehen können (oben Rdn. 99), nimmt dem individuellen Angebotsempfänger nicht seine Schutzwürdigkeit.

145 Begr RegE zu § 23.

146 Die seltenen Fälle, in denen ein Erwerb außerhalb des Angebotsverfahrens, aber noch vor Ende der Annahmefrist erfolgt, fallen ohnehin unter § 23 Abs. 1, vgl. oben Rdn. 91.

147 S. z. B. MüKo-BGB/Wagner<sup>5</sup> § 823 Rdn. 346.

148 BGH 22.4. 1991 Z 114, 203, 215, wo § 20 AktG als auch individualschützend angesehen wird; MüKo-AktG/Bayer<sup>3</sup> § 20 Rdn. 2; GroßK-AktG/Windbichler<sup>4</sup> differenziert hingegen: Eine Verletzung des § 20 Abs. 6 hat eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB zur Folge (§ 20 Rdn. 91), die übrigen Mitteilungspflichten des § 20 sind hingegen nur Obliegenheiten, die den Einzelnen nur reflexartig schützen (§ 20 Rdn. 88).

149 So etwa Assman/Schneider/Schneider<sup>3</sup> Vor § 21 Rdn. 12, der dies auch unter Anlehnung an § 20 AktG bejaht.

150 So etwa Schäfer/Opitz<sup>2</sup> § 21 Rdn. 42.

151 So auch Baums/Thoma/Diekmann<sup>3</sup> § 23 Rdn. 77. A. A. Assmann/Pötzsch/Schneider/Assmann § 23 Rdn. 50, der den Zweck von § 23 Abs. 1 in erster Linie in der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Angebotsverfahrens sieht.

152 A. A. Steinmeyer/Häger/Steinhardt<sup>2</sup> § 23 Rdn. 41.

153 Ablehnend Steinmeyer/Häger/Steinhardt<sup>2</sup> § 23 Rdn. 40 f.

## 5. Nicht-Beginn der Andienungsfrist gem. § 39c Satz 2

Verstößt der Bieter gegen die Veröffentlichungspflicht des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 4, so beginnt gem. § 39c Satz 2 die Dreimonatsfrist zur Ausübung des Andienungsrechts der außenstehenden Aktionäre nicht mit dem Ende der Annahmefrist, sondern erst mit der Veröffentlichung.<sup>107</sup>

107

## V. Gerichtliche Durchsetzbarkeit

### 1. Durchsetzung der Pflichten nach § 23 Abs. 1

Die Veröffentlichungspflichten nach § 23 Abs. 1 dienen vorrangig dem Schutz des individuellen Anlegers. Daraus kann jedoch **kein klagbarer Anspruch** abgeleitet werden. Die Veröffentlichungspflichten nach § 23 Abs. 1 Nr. 1 sind gesondert geregelte Fälle der Aktualisierungspflicht nach § 11 Abs. 1 S. 3. Diese lösen als Informationspflichten aus einem vorvertraglichen Vertrauensverhältnis bei Verletzung nur Schadenersatzansprüche aus und sind nicht selbstständig einklagbar.<sup>108</sup> Einstweiliger Rechtsschutz scheidet damit aus.

108

Die Erfüllung der Pflichten nach § 23 Abs. 1 Nr. 2, 3 und 4 kann ebenfalls nicht selbstständig eingeklagt werden.

### 2. Durchsetzung der Pflichten nach § 23 Abs. 2

§ 23 Abs. 2 dient der Durchsetzung des Anspruchs auf Nachbesserung der Gegenleistung. Die erforderlichen Auskünfte sind essentieller Bestandteil zur Bezifferung des entstandenen Anspruchs. Aus diesem Grund ist dem möglichen Anspruchsinhaber als immanenter Teil dieses Anspruchs auch ein **Recht auf Auskunft** über die Höhe der Gegenleistung zuzusprechen.<sup>109</sup> Ihm steht dennoch **kein einklagbarer Anspruch aus § 23 Abs. 2 zu**. Damit würde man über das Ziel hinaus schießen. Wenn nämlich § 23 Abs. 2 selbstständig gerichtlich geltend gemacht werden könnte, würde der Bieter vom Gericht zur Veröffentlichung der Aktien- und Stimmrechtsanteile verpflichtet werden. Um dem Rechtsschutzbedürfnis derjenigen Wertpapierinhaber gerecht zu werden, die Ansprüche aus § 31 Abs. 4 und 5 geltend machen wollen, ist jedoch eine Verurteilung zur Veröffentlichung nicht erforderlich. Ausreichend ist, dass der Bieter verpflichtet wird, dem jeweiligen Kläger die gewünschten Informationen zu gewähren. Deshalb steht den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft zur Durchsetzung von Nachbesserungsansprüchen lediglich ein allgemeiner Auskunftsanspruch aus § 242 BGB zu, den sie im Rahmen der Stufenklage nach § 254 ZPO geltend machen können.

109

<sup>107</sup> Vgl. § 12 Rdn. 63.

<sup>108</sup> Zumindest als vertragliche Nebenpflicht aus § 242 BGB, so beispielhaft Staudinger/Loo-schelders/Olzen 2009 § 242 Rdn. 601 ff.