

Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Institut für Bankrecht

Theodor Baums
Mathias Stöcker

**“Rückerwerb eigener Aktien
und WpÜG”**

Nr. 90

Das am 01.01.2002 in Kraft getretene Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG) beschränkt sich - anders als noch der Diskussionsentwurf des WpÜG - nicht auf die Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren, die auf den Erwerb der Kontrolle an einer Zielgesellschaft gerichtet sind oder eine bereits bestehende Kontrollmehrheit voraussetzen, sondern trifft darüber hinaus mit den §§ 10 - 28 WpÜG Bestimmungen für jegliche öffentlichen Angebote zum Erwerb von Wertpapieren. Die naheliegende Frage, ob hierzu auch öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien, namentlich aufgrund Hauptversammlungsermächtigung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG, rechnen, lässt das Gesetz unbeantwortet. Erste Stellungnahmen in der Literatur gehen davon aus, daß das WpÜG auch auf solche self tender offers unmittelbar Anwendung finde, einzelne nicht passende Bestimmungen der §§ 10 - 28 WpÜG allerdings teleologisch zu reduzieren seien. Die Verfasser widersprechen der These einer unmittelbaren Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien und befassen sich sodann mit der Frage, ob einzelne Vorschriften des WpÜG auf self tender offers analoge Anwendung finden.

Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG*

A. Einleitung

B. Unmittelbare Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien

- I. Gesetzeswortlaut
- II. Wille des Gesetzgebers
- III. Regelungszweck des WpÜG
- IV. Systematische Erwägungen
 1. Abschließende spezielle aktiengesetzliche Regelung des Verfahrens des Aktienrückerwerbs
 2. Gesamtzusammenhang der Regelungen des WpÜG
- V. Verfassungsrechtliche Überlegungen
- VI. Ergebnis

C. Analoge Anwendbarkeit einzelner Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien

D. Rechtsvergleichende Bemerkungen

- I. Rechtslage in den USA
- II. Rechtslage in England
- III. Folgerungen

E. Zusammenfassung der Ergebnisse

* Die Untersuchung beruht auf einer Anfrage aus der Praxis.

A. Einleitung

Eine Aktiengesellschaft kann eigene Aktien auf verschiedene Weise rückerwerben. Neben einem Erwerb über die Börse (*open market repurchase*) kommen namentlich ein öffentliches Kauf- oder Tauschangebot der Gesellschaft mit fixer Gegenleistung (*fixed price tender offer*), eine Aufforderung an die Aktionäre zur Abgabe von Veräußerungsangeboten (*Dutch auction tender offer*) sowie ein Paketkauf (*negotiated repurchase*) in Betracht¹.

Das am 15.11.2001 vom Bundestag verabschiedete und im wesentlichen am 01.01.2002 in Kraft getretene Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen² (WpÜG) enthält zum einen besondere Regelungen für Übernahmeangebote (§§ 29ff. WpÜG), die auf den Erwerb der Kontrolle in Gestalt des Haltens von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft gerichtet sind (vgl. § 29 WpÜG), und für Pflichtangebote (§§ 35ff. WpÜG), die eine bereits bestehende Kontrollmehrheit voraussetzen (vgl. § 35 WpÜG). Insoweit kommt eine Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien bereits deshalb nicht in Betracht, weil ein entgeltlicher Rückerwerb eigener Aktien im Wege der Einzelrechtsnachfolge nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3, 7 und 8 AktG nur zulässig ist, soweit hierdurch nicht die 10%-Bestandsgrenze gemäß § 71 Abs. 2 S. 1 AktG überschritten wird, eigene Aktien in den genannten Fällen also nur bis zu einem Umfang von 10 % des Grundkapitals erworben werden dürfen, und überdies Rechte, namentlich Stimmrechte, aus eigenen Aktien ruhen, § 71b AktG³.

Das WpÜG beschränkt sich indes nicht auf die Regulierung von Übernahme- und Pflichtangeboten, sondern enthält in den §§ 3, 10ff. überdies materielle Bestimmungen für jegliche öffentlichen Angebote zum Erwerb von Wertpapieren einer börsennotierten Gesellschaft, auch wenn diese nicht mit einem Kontrollerwerb in Verbindung stehen⁴. Insofern stellt sich daher die - gesetzlich nicht geregelte - Frage nach der Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft seitens der Zielgesellschaft selbst („Selbst-Angebote“), sei es in Form der *fixed price tender offer*

¹ Vgl. zu den Formen des Rückerwerbs eigener Aktien *Achleitner*, Handbuch Investment Banking, 2. Auflage 2000, S. 338ff.; *Benckendorff*, Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, 1998, S. 73ff.; *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien durch die AG, 2002, Rdz.31, 137ff.; *Hampel*, Erwerb eigener Aktien und Unternehmenskontrolle, 1994, S. 11ff.; *Huber*, Festschrift Kropff, 1997, S. 101, 113ff.; *Kindl*, DStR 1999, S. 1276, 1279; *Kopp*, Erwerb eigener Aktien, 1996, S. 35ff.; *Wastl/Wagner/Lau*, Der Erwerb eigener Aktien aus juristischer Sicht, 1997, S. 23ff.; s. auch *Kiem*, ZIP 2000, S. 209, 212f..

² BGBl. I 2001, S. 3822ff.; zum Inkrafttreten s. die Regelung des Art. 12 WpÜG.

³ *Fleischer/Körber*, BB 2001, S. 2589, 2589; *Oechsler*, NZG 2001, S. 817, 818 li. Sp..

⁴ Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 27 re. Sp..

oder in Form der *Dutch auction tender offer*. Die hierzu bislang vorliegenden Stellungnahmen im Schrifttum gehen von der unmittelbaren Anwendbarkeit der §§ 10ff. WpÜG - mit Ausnahme einzelner teleologisch zu reduzierender Vorschriften - auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien aus⁵. Dem ist zu widersprechen (nachfolgend B.). In Betracht kommt allenfalls eine analoge Anwendung einzelner Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien (dazu C.). Die Untersuchung schließt nach einem rechtsvergleichenden Seitenblick (D.) mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse (E.).

B. Unmittelbare Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien

Die Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien richtet sich, allgemeinen Grundsätzen entsprechend, nach dem Wortlaut der Bestimmungen zum Anwendungsbereich des WpÜG (dazu I.), dem Willen des Gesetzgebers (dazu II.), dem Regelungszweck des WpÜG (dazu III.) sowie dem Gesamtzusammenhang der gesetzlichen Regelung (dazu IV.). Hinzu kommen im vorliegenden Zusammenhang verfassungsrechtliche Überlegungen (dazu V.).

I. Gesetzeswortlaut

Der Anwendungsbereich des WpÜG umfasst nach § 1 WpÜG „Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.“ „Angebote“ i.S. des WpÜG sind nach § 2 Abs. 1 WpÜG „freiwillige oder auf Grund einer Verpflichtung nach diesem Gesetz erfolgende öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft.“

Der Wortlaut der Vorschrift des § 2 Abs. 1 WpÜG setzt nicht voraus, daß ein Angebot i.S. des WpÜG nicht von der Zielgesellschaft selbst abgegeben wird, daß es sich bei dem Bieter also um eine von der Zielgesellschaft verschiedene (juristische) Person handelt. Eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft ist für den Begriff des Angebotes i.S. des § 2 Abs. 1 WpÜG

⁵ Vgl. *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592f.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 818f.; s. auch *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, NZG 2001, S. 420, 420 li. Sp.; *ders.*, Stellungnahme zum RegE WpÜG, ZIP 2001, S. 1736, 1736 re. Sp..

mithin dem Wortlaut der Vorschrift nach nicht konstitutiv. Dies erhellt namentlich auch aus einem Vergleich der Definition des § 2 Abs. 1 WpÜG mit der Definition des „Angebotes“ in Art. 2 lit. a) S. 1 der - gescheiterten - Übernahmerichtlinie i.d.F. des Gemeinsamen Standpunktes des Rates vom 19.06.2000⁶ sowie i.d.F. vom 06.06.2001⁷, die als „Angebot“ „ein an die Inhaber der Wertpapiere einer Gesellschaft gerichtetes (*und nicht von der Zielgesellschaft selbst gemachtes*) öffentliches Angebot zum Erwerb eines Teils oder aller dieser Wertpapiere“ bezeichnet (Hervorhebung nicht im Original).

Dem Wortlaut der §§ 1, 2 Abs. 1 WpÜG nach ist der Anwendungsbereich des WpÜG demgemäß auch dann eröffnet, wenn ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Wertpapieren (i.S. des § 2 Abs. 2 WpÜG) einer Zielgesellschaft von der Zielgesellschaft selbst abgegeben wird⁸, die Zielgesellschaft, bei der es sich nach § 2 Abs. 3 WpÜG um eine AG oder KGaA mit Sitz im Inland handeln muß, also namentlich ein öffentliches Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien abgibt.

Die - gesetzlich nicht definierte - „Öffentlichkeit“ eines Angebotes i.S. des § 2 Abs. 1 WpÜG wird bei einem Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien unabhängig von dem Zweck des angestrebten Erwerbs insofern regelmäßig gegeben sein, als ein solches Angebot wegen des Gleichbehandlungsgebotes⁹ grundsätzlich an alle Aktionäre und damit - bei Publikumsgesellschaften mittels öffentlich zugänglicher Medien - „an eine Vielzahl von Wertpapierinhabern“ gerichtet sein muß und daher typischerweise auch als „einseitig formuliertes“ Angebot ausgestaltet sein wird¹⁰.

II. Wille des Gesetzgebers

Den Materialien zum WpÜG lässt sich für die hier interessierende Frage der Anwendbarkeit des Gesetzes auf öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb eigener Aktien nichts entnehmen. Von daher läßt insbesondere auch der Umstand, daß die Definition des „Angebotes“ gemäß § 2 Abs. 1 WpÜG anders als die Definition des „Angebotes“ gemäß Art. 2 lit. a) S. 1 der gescheiterten Übernahmerichtlinie nach dem Gesagten¹¹ darauf

⁶ Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 1/2001, ABl. EG Nr. C 23/1 vom 24.01.2001.

⁷ Dokument PE-CONS 3629/01; abgedruckt bei *Neye*, ZIP 2001, S. 1120, 1123ff..

⁸ Ebenso *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 818 li. Sp..

⁹ Vgl. § 53a AktG; *Hefermehl/Bungeroth* in *Gebler/Hefermehl/Eckardt/Kropff*, Aktiengesetz, Band I, 1984, § 71 Rdz.125; *Lutter* in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 1, 2. Auflage 1988, § 71 Rdz.15.

¹⁰ Vgl. zu diesen Kriterien *Begr. RegE zu § 2 Abs. 1 WpÜG*, BT-Drucks. 14/7034, S. 33 re. Sp.; *Fleischer*, ZIP 2001, S. 1653, 1658f.; s. auch *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 li. Sp..

¹¹ Vgl. oben unter I..

verzichtet, Angebote der Zielgesellschaft zum Erwerb eigener Aktien ausdrücklich auszuklammern, nicht zwingend darauf schließen, der Gesetzgeber des zunächst nach Maßgabe der vorgeschlagenen Übernahmerichtlinie konzipierten WpÜG habe derartige „Selbst-Angebote“ gerade nicht aus dem Begriff des „Angebotes“ i.S. des WpÜG herausnehmen, sondern im Gegenteil einbeziehen wollen. Zwar liegt dieser Schluß insofern nicht fern, als sich das WpÜG, anders als die gescheiterte Übernahmerichtlinie¹², nicht auf die Regulierung von Angeboten beschränkt, die sich an den Erwerb der Kontrolle anschließen oder diesen zum Ziel haben, sondern in den §§ 10ff. WpÜG Regelungen für jegliche öffentlichen Angebote zum Erwerb von Wertpapieren enthält. Das Schweigen der Materialien deutet jedoch eher darauf hin, der Gesetzgeber habe die Frage der Einbeziehung öffentlicher Angebote zum Erwerb eigener Aktien in den Anwendungsbereich des WpÜG nicht bedacht.

Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus dem Umstand, daß den zuständigen Beamten im federführenden Finanzministerium sowie jedenfalls auch dem Finanzausschuß des Bundestages die Problematik der Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien aufgrund entsprechender Hinweise von Seiten der Praxis bekannt war. Daß das Ministerium wie auch der Finanzausschuß entgegen entsprechenden Forderungen namentlich von Unternehmensseite darauf verzichtet haben, solche Angebote durch gesetzliche Klarstellung aus dem Anwendungsbereich des WpÜG auszunehmen, erlaubt nicht notwendigerweise den Schluß, das Schweigen des Gesetzes sei insoweit als „beredtes Schweigen“ aufzufassen. Mangels jeglicher Erwähnung der Thematik in den Materialien ist vielmehr eher davon auszugehen, daß die Frage schlicht übergangen wurde.

Eine Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung gemäß der durch das KonTraG in das Aktiengesetz eingefügten Vorschrift des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG käme allerdings nicht in Betracht, wenn und weil das Verfahren eines solchen Aktienerwerbs nach dem Willen des Gesetzgebers durch § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 und 4 sowie auch durch § 71 Abs. 3 S. 1 und 3 AktG aktienrechtlich abschließend geregelt wäre.

Die Regelungen des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 und 4 AktG betreffen die Anforderungen an die Art und Weise eines Rückerwerbs eigener Aktien aufgrund einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG. Der Gesetzgeber des KonTraG hat es insoweit bei einem klarstellenden Hinweis auf den Gleichbehandlungsgrundsatz nach § 53a AktG belassen und hinzugefügt, daß ein börslicher Erwerb den Anforderungen des

¹² Vgl. Art. 2 lit. a) S. 2 Übernahmerichtlinie i.d.F. des Gemeinsamen Standpunktes des Rates vom 19.06.2000, a.a.O. (Fn.6), sowie i.d.F. vom 06.06.2001, a.a.O. (Fn.7).

Gleichbehandlungsgrundsatzes genügt. Die - nach der Kapitalrichtlinie¹³ nicht erforderliche (vgl. Art. 42 Kapitalrichtlinie) - Festlegung weiterer ausdrücklicher gesetzlicher Verfahrensvorschriften zum Ankauf eigener Aktien hielt der Gesetzgeber seinerzeit angesichts der „strikte(n) Geltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes“ für „entbehrlich“¹⁴. Diese Erwägung gilt entsprechend auch für andere Fälle eines entgeltlichen Rükckerwerbs eigener Aktien im Wege der Einzelrechtsnachfolge nach § 71 Abs. 1 AktG, bei denen gleichfalls das Gleichbehandlungsgebot zu beachten ist und der Erwerb demgemäß - abgesehen von den Fällen des § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG, in denen u.U. ein Erwerb von einem bestimmten Aktionär im Interesses des Erwerbszwecks der Schadensabwehr geboten ist - grundsätzlich über die Börse oder mittels eines „Aufrufs“ oder eines öffentlichen Angebotes zu erfolgen hat¹⁵.

Würde man die Regelungen des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rükckerwerb eigener Aktien, namentlich aufgrund Hauptversammlungsermächtigung, erstrecken, so hieße dies demgegenüber, einen - den Anforderungen des Gleichbehandlungsgebotes genügenden¹⁶ - Rükckerwerb eigener Aktien mittels öffentlichen Angebots der Gesellschaft an die Aktionäre gesetzlichen Verfahrensvorschriften zu unterwerfen. Zwar lässt sich der zitierten Begründung des KonTraG zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG naturgemäß keine Absage des Gesetzgebers an eine Anwendung der Regelungen des jüngeren WpÜG auf das Verfahren des Rükckerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung entnehmen. Immerhin war der Gesetzgeber des KonTraG seinerzeit jedoch der Auffassung, besonderer Verfahrensvorschriften für die Durchführung des Rükckerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung bedürfe es namentlich zum Schutz der Aktionäre angesichts der Geltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht. Daß der Gesetzgeber des WpÜG die Entscheidung des Gesetzgebers des AktG, auf die Einführung von Verfahrensvorschriften über den Rükckerwerb eigener Aktien, namentlich aufgrund Hauptversammlungsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG, aber auch in anderen Fällen des entgeltlichen Erwerbs, etwa nach § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG, vollständig oder doch weitgehend (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 und 4, Abs. 3 S. 1 und 3 AktG) zu verzichten, hätte

¹³ Abgedruckt etwa bei *Habersack*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 1999, Rdz.206.

¹⁴ Begr. RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 13 re. Sp..

¹⁵ Vgl. *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 243f., 306; *Hefermehl/Bungeroth*, a.a.O. (Fn.9), § 71 Rdz.125; *Lutter*, a.a.O. (Fn.9), § 71 Rdz.15; *Lutter/Zöllner* in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 1, 2. Auflage 1988, § 53a Rdz.65.

¹⁶ Vgl. Begr. RegE KonTraG zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, BT-Drucks. 13/9712, S. 13 re. Sp.; *Bezzemberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.138; *Hüffer*, *Aktiengesetz*, 4. Auflage 1999, § 71 Rdz.19k; *Kindl*, a.a.O. (Fn.1), S. 1279 li. Sp.; *Kraft/Altwater*, NZG 1998, S. 448, 449 re. Sp.; *O. Peltzer*, WM 1998, S. 322, 329 li. Sp.; *Wastl/Wagner/Lau*, a.a.O. (Fn.1), S. 135f.; *Wastl*, DB 1997, S. 461, 464 li. Sp..

korrigieren wollen, lässt sich den Materialien zum WpÜG, die nach dem Gesagten zur Frage der Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rükckerwerb eigener Aktien schweigen, nicht entnehmen. Das diesbezügliche Schweigen der Materialien deutet allerdings nicht notwendigerweise auf den Willen des Gesetzgebers des WpÜG hin, von einer Korrektur der Entscheidung des Gesetzgebers des KonTraG abzusehen. Denkbar ist auch, daß die Frage des Verhältnisses der aktienrechtlichen Regelung zu den Vorschriften namentlich der §§ 3, 10ff. WpÜG nicht bedacht wurde.

Insgesamt ergeben die Materialien zu § 71 Abs. 1 Nr. 1 Nr. 8 AktG sowie die Materialien zum WpÜG mithin keine sicheren Anhaltspunkte dafür, daß die aktienrechtliche Regelung des Verfahrens des Rükckerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung nach dem gesetzgeberischen Willen gegenüber den Regelungen des WpÜG über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren eine spezielle, abschließende Regelung darstellt. Umgekehrt lässt sich freilich den Materialien zum WpÜG auch nicht entnehmen, daß sämtliche oder einzelne (welche?) Vorschriften des WpÜG künftig auf den Rükckerwerb eigener Aktien anzuwenden sein sollen.

III. Regelungszweck des WpÜG

Rückschlüsse auf die Anwendbarkeit des WpÜG auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene öffentliche Angebote zum Rükckerwerb eigener Aktien erlaubt des weiteren möglicherweise der Regelungszweck des Gesetzes.

Das WpÜG soll ausweislich des Allgemeinen Teils der Gesetzesbegründung namentlich „Leitlinien für ein faires und geordnetes Angebotsverfahren schaffen“, die „Information und Transparenz für die betroffenen Wertpapierinhaber und Arbeitnehmer verbessern“ und „die rechtliche Stellung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen stärken“¹⁷. Jedenfalls das gesetzgeberische Ziel der Etablierung von Transparenz- und Informations-Standards für Angebotsverfahren mag für eine Anwendung des Gesetzes auch auf „Selbst-Angebote“ der Bieter-Zielgesellschaft insofern sprechen, als die Angebotsadressaten, ebenso wie im Falle der Dualität von Bieter und Zielgesellschaft, eine rationale Entscheidung nur bei hinreichender Information zu treffen vermögen, die aktienrechtlich möglicherweise nicht gewährleistet ist¹⁸. Ein faires und geordnetes Angebotsverfahren ist demgegenüber bei

¹⁷ Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 28 re. Sp..

¹⁸ Vgl. dazu unten C. zu § 11 WpÜG.

„Selbst-Angeboten“ ohnedies bereits durch den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG) geboten. Der Gesetzeszweck des Schutzes von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen schließlich ist bei „Selbst-Angeboten“ gegenstandslos.

Insgesamt erlaubt der - allgemein gehaltene - Regelungszweck des WpÜG jedenfalls keine sicheren Rückschlüsse hinsichtlich der in Rede stehenden Frage der Anwendbarkeit des Gesetzes auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien. Es erscheint daher nicht angängig, die Anwendbarkeit des WpÜG auf „Selbst-Angebote“ mit einem pauschalen Hinweis auf die „Schutzziele des WpÜG“ zu begründen, um sodann die Anwendbarkeit einzelner Vorschriften auf „Selbst-Angebote“ im Wege der teleologischen Reduktion wieder auszuschließen¹⁹. Zwar mag der Zweck bestimmter Vorschriften des WpÜG ihre Anwendung auf „Selbst-Angebote“ sachlich geboten erscheinen lassen. Dies spricht indes nicht zwingend für eine generelle unmittelbare Anwendung des WpÜG auf „Selbst-Angebote“. Soweit der Schutzzweck einzelner Vorschriften ihre Anwendung insoweit geboten erscheinen lässt, steht gegebenenfalls einer Analogie nichts im Wege. Die Anwendbarkeit der Regelungen des WpÜG ist dabei aber für jede Vorschrift gesondert unter Berücksichtigung ihres jeweiligen Normzwecks zu begründen und zu rechtfertigen.

Auch das Argument, eine Anwendung des WpÜG oder doch bestimmter Vorschriften des Gesetzes auf „Selbst-Angebote“ sei zur „Vermeidung einer Wettbewerbsverzerrung zwischen miteinander konkurrierenden öffentlichen Angeboten“ nach dem „Grundsatz der Waffengleichheit“ geboten²⁰, überzeugt nicht. Ein öffentliches Angebot der Zielgesellschaft zum Rückerwerb eigener Aktien wird nicht notwendigerweise und nicht einmal regelmäßig mit dem Angebot eines Dritten konkurrieren. Als Mittel zur Abwehr eines aktuellen „feindlichen“ Übernahmeangebotes lässt sich ein Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien wegen der Erwerbs- und Bestandsgrenzen gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG sowie überdies wegen des Ruhens der Stimmrechte aus eigenen Aktien gemäß § 71b AktG praktisch nur selten verwenden²¹. Dieser Ausnahmefall erlaubt daher keine generalisierenden Schlussfolgerungen hinsichtlich der Frage der (unmittelbaren) Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien. Auch insoweit gilt wiederum, daß

¹⁹ So aber *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 li. Sp., 2593 li. Sp..

²⁰ So *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 li. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 818f..

²¹ Vgl. *Achleitner*, a.a.O. (Fn.1), S. 337; *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.51 mit Fn.92; *Lüttmann*, Kontrollwechsel in Kapitalgesellschaften, 1992, S. 171; *Rümker*, Festschrift Heinsius, 1991, S. 683, 703; *Schanz*, NZG 2000, S. 337, 345 re. Sp.; *Wolf*, Die AG 1998, S. 212, 218 re. Sp.; s. auch *Krause*, NZG 2000, S. 905, 912 li. Sp..

punktuellen Regelungslücken gegebenenfalls im Wege der Analogie Rechnung getragen werden kann.

IV. Systematische Erwägungen

Weder dem Wortlaut der §§ 1, 2 Abs. 1 WpÜG noch den Materialien zum WpÜG noch dem Regelungszweck des Gesetzes lassen sich nach dem vorstehend Gesagten gesicherte Anhaltspunkte für die Beantwortung der Frage nach der Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien entnehmen. Aufschlüsse versprechen damit allein noch systematische Erwägungen, zum einen zur Frage eines möglicherweise abschließenden Charakters der aktienrechtlichen Regelung des Verfahrens des Rückerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung (dazu 1.), zum anderen hinsichtlich des den Vorschriften der §§ 3, 10ff. WpÜG zugrundeliegenden Szenarios (dazu 2.).

1. Abschließende spezielle aktiengesetzliche Regelung des Verfahrens des Aktienrückerwerbs

Für eine abschließende spezielle aktiengesetzliche Regelung des Verfahrens des Rückerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung könnten neben dem oben angesprochenen Willen des Gesetzgebers des KonTraG²² auch die Vorschriften der § 71 Abs. 3 S. 1 und 3 AktG sprechen, wenn und weil sie bereits eine Regelung zu Fragen treffen, die auch Gegenstand von Regelungen des WpÜG sind.

§ 71 Abs. 3 S. 1 AktG verpflichtet den Vorstand, nach einem Rückerwerb eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG die nächste Hauptversammlung über Einzelheiten des Erwerbs, namentlich dessen Zweck und Gründe, zu unterrichten. Nach der Vorschrift des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG trifft den Bieter, im Falle des Rückerwerbs eigener Aktien mittels eines darauf gerichteten Angebots an die Aktionäre also die Zielgesellschaft selbst, vertreten durch den Vorstand, eine Veröffentlichungspflicht gegenüber dem Kapitalmarkt sowie eine Mitteilungspflicht gegenüber dem BAWe hinsichtlich des Ausgangs des Angebotsverfahrens. Eine Überschneidung der aktienrechtlichen Informationspflicht nach § 71 Abs. 3 S. 1 AktG und der übernahmerechtlichen

²² Vgl. oben unter II..

Informationspflicht gemäß § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG ist indes insofern nicht gegeben, als die übernahmerechtliche Informationspflicht sich nach Zeitpunkt, Gegenstand und Adressatenkreis von der aktienrechtlichen Informationspflicht unterscheidet. Die Informationspflicht nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG ist unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist eines Angebotes zu erfüllen, nicht erst - wie die aktienrechtliche Informationspflicht nach § 71 Abs. 3 S. 1 AktG - in der nächsten auf den Aktienerwerb folgenden Hauptversammlung. Gegenstand der übernahmerechtlichen Informationspflicht sind des weiteren die Höhe des Wertpapier- und Stimmrechtsbestands des Bieters an der Zielgesellschaft sowie die sich aus den dem Bieter zugegangenen Annahmeerklärungen ergebende Anzahl der Wertpapiere einschließlich der Höhe der Wertpapier- und Stimmrechtsanteile. Demgegenüber betrifft die aktienrechtliche Informationspflicht nach § 71 Abs. 3 S. 1 AktG neben der Zahl der erworbenen Aktien und dem auf sie entfallenden Betrag des Grundkapitals, deren Anteil am Grundkapital und ihrem Gegenwert, namentlich auch die Gründe und den Zweck des Erwerbs. Adressat der übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflicht nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 i.V.m. § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG ist schließlich der Kapitalmarkt, während die Informationspflicht nach § 71 Abs. 3 S. 1 AktG gegenüber der Hauptversammlung besteht.

Neben der Informationspflicht hinsichtlich des Ruckerwerbs eigener Aktien gegenüber der Hauptversammlung nach § 71 Abs. 3 S. 1 AktG trifft den Vorstand als Vertreter der Gesellschaft nach § 71 Abs. 3 S. 3 AktG überdies eine Verpflichtung, das BAWe unverzüglich von einer Ermächtigung zum Ruckerwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG zu unterrichten. Übernahmerechtlich treffen den Bieter, im Falle des Ruckerwerbs eigener Aktien mittels eines darauf gerichteten Angebots also die Zielgesellschaft selbst, vertreten durch den Vorstand, gleichfalls Informationspflichten gegenüber dem BAWe. Auch insoweit gilt indes wiederum, daß sich aktienrechtliche und übernahmerechtliche Informationspflichten nach Zeitpunkt und Gegenstand unterscheiden und eine diesbezügliche Überschneidung insofern nicht gegeben ist. Die übernahmerechtliche Informationspflicht des Bieters gegenüber dem BAWe nach § 14 Abs. 1 S. 1 WpÜG betrifft die Übermittlung der Angebotsunterlage, knüpft mithin, ihre Anwendbarkeit auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot zum Erwerb eigener Aktien einmal unterstellt²³, anders als die aktienrechtliche Informationspflicht gemäß § 71 Abs. 3 S. 3 AktG nicht an die Hauptversammlungsermächtigung zum Aktienerwerb an, sondern erst an die Ausnutzung

²³ Vgl. dazu unten C. zu § 14 WpÜG.

einer derartigen Ermächtigung. Entsprechendes gilt hinsichtlich der übernahmerechtlichen Informationspflicht des Bieters gegenüber dem BAWe nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG zur Abgabe von „Wasserstandsmeldungen“.

Eine Gesamtschau der aktienrechtlichen Vorschriften über das Verfahren des Ruckerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung einerseits sowie der Vorschriften der §§ 10ff. WpÜG über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren andererseits lässt mithin insgesamt nicht auf einen speziellen abschließenden Charakter der aktiengesetzlichen Regelung schließen.

2. Gesamtzusammenhang der Regelungen des WpÜG

Es bleibt die Frage, ob sich dem Gesamtzusammenhang der Regelungen der §§ 3, 10ff. WpÜG mit Blick auf das darin zum Ausdruck kommende „Angebotsszenario“ Rückschlüsse auf die Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Ruckerwerb eigener Aktien entnehmen lassen.

Diesbezüglich könnte bereits die Regelung des § 2 Abs. 3 und 4 WpÜG insofern darauf hindeuten, das WpÜG gehe von einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft aus, als die beiden Begriffe gesondert legaldefiniert werden. Zwingend erscheint dieser Schluß indes insofern nicht, als die Definition des „Bieters“ die Definition der „Zielgesellschaft“ sachlich einschließt.

Zu sehen ist aber, daß eine Reihe von Vorschriften der §§ 3, 10ff. WpÜG über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren ersichtlich eine Nichtidentität von Bieter und Zielgesellschafter voraussetzt.

So schreibt etwa § 3 Abs. 1 WpÜG vor, daß „Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die derselben Gattung angehören, (...) gleich zu behandeln“ sind. Einer Verpflichtung des Bieters zur Gleichbehandlung namentlich der Aktionäre einer Zielgesellschaft bedarf es nicht, wenn die Zielgesellschaft selbst zugleich Bieter ist, da der Bieter in diesem Fall bereits aktienrechtlich mangels entgegenstehender sachlicher Gründe zur Gleichbehandlung der Angebotsadressaten verpflichtet ist (vgl. § 53a AktG).

§ 3 Abs. 4 WpÜG sieht vor, daß der „Bieter und die Zielgesellschaft (...) das Verfahren rasch durchzuführen“ haben und die Zielgesellschaft „nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit behindert werden“ darf. Eine Behinderung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft infolge eines öffentlichen Angebotes zum Erwerb eigener Aktien kommt ersichtlich nicht in Betracht.

Nach § 10 Abs. 2 S. 3 WpÜG kann das Bundesaufsichtsamt gestatten, daß Bieter mit Wohnort oder Sitz im Ausland die Mitteilung vom Angebot an Börsen und Bundesaufsichtsamt gleichzeitig mit der Veröffentlichung des Angebots vornehmen können, eine Vorschrift, die eine Verschiedenheit von (ausländischem) Bieter und (inländischer) Zielgesellschaft voraussetzt.

§ 10 Abs. 5 S. 1 WpÜG verpflichtet den Bieter darüber hinaus, dem Vorstand der Zielgesellschaft unverzüglich nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes die Entscheidung schriftlich mitzuteilen, eine bei Identität von Bieter und Zielgesellschaft ebenso sinnlose Regelung wie die Vorschrift des § 14 Abs. 4 S. 1 WpÜG, die den Bieter zur Übermittlung der Angebotsunterlage an den Vorstand der Zielgesellschaft verpflichtet, sowie die Regelung des § 21 Abs. 2 S. 2 i.V.m. § 14 Abs. 4 S. 1 WpÜG, die dem Bieter die Pflicht auferlegt, dem Vorstand der Zielgesellschaft eine Änderung des Angebots zu übermitteln.

Des weiteren liegt auch der Verpflichtung des Bieters nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG, in der Angebotsunterlage Angaben zu machen über seine Absichten „im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft, insbesondere den Standort und den Sitz wesentlicher Unternehmensteile, die Verwendung ihres Vermögens, ihre künftigen Verpflichtungen, die Arbeitnehmer und deren Vertretungen, die Mitglieder ihrer Geschäftsführungsorgane und wesentliche Änderungen der Beschäftigungsbedingungen einschließlich der insoweit vorgesehenen Maßnahmen“, ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach ersichtlich die Vorstellung einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft zugrunde. Ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien zielt in keinem Fall auf eine Umstrukturierung der Gesellschaft ab, weshalb Angaben zu dahingehenden Absichten des Bieters in diesem Fall nicht in Betracht kommen²⁴.

Die Regelung des § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 3 WpÜG ist gleichfalls ersichtlich allein mit Blick auf das Szenario einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft konzipiert. Danach hat die Angebotsunterlage des Bieters Angaben zu enthalten „über Geldleistungen oder andere geldwerte Vorteile, die Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern der Zielgesellschaft gewährt oder in Aussicht gestellt werden“. Die Vorschrift bezweckt die Aufdeckung möglicher Interessenkonflikte von Mitgliedern der Verwaltung der Zielgesellschaft, die sich aus Absprachen mit dem Bieter im Vorfeld eines Angebots ergeben können²⁵. Im Falle der

²⁴ In diesem Sinne auch Begr. RegE zu § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 41 re. Sp..

²⁵ Begr. RegE zu § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 41 re. Sp..

Identität von Bieter und Zielgesellschaft kommen derartige Absprachen naturgemäß nicht in Betracht.

Daß die Regelungskonzeption des WpÜG ganz auf eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft zugeschnitten ist, belegen überdies auch die Vorschriften des § 10 Abs. 1 S. 2 und 3, § 16 Abs. 3 und 4 WpÜG sowie des § 25 WpÜG. § 16 Abs. 3 WpÜG setzt die Einberufung einer Hauptversammlung der Zielgesellschaft „im Zusammenhang mit dem Angebot nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage“ voraus, § 16 Abs. 4 WpÜG trifft nähere Bestimmungen für die Einberufung einer solchen Hauptversammlung. Die Regelung des § 10 Abs. 1 S. 2 und 3 WpÜG setzt voraus, daß für die Abgabe eines Angebots ein Beschluß der Gesellschafterversammlung des Bieters erforderlich ist. § 25 WpÜG bestimmt eine Frist für die Herbeiführung eines Beschlusses der Gesellschafterversammlung des Bieters für den Fall, daß das Angebot unter der Bedingung einer solchen Beschlussfassung abgegeben wurde. In den Fällen des Ruckerwerbs eigener Aktien, namentlich aufgrund Hauptversammlungsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG, mittels öffentlichen Kauf- oder Tauschangebots ist weder die Einberufung einer Hauptversammlung der Bieter-Zielgesellschaft zur Befassung mit dem Angebot noch eine diesbezügliche Beschlussfassung aktienrechtlich geboten oder in der Sache erforderlich. Die Hauptversammlung legt in ihrem Ermächtigungsbeschluß über den Ruckerwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG den höchsten und niedrigsten Gegenwert sowie den Anteil am Grundkapital und gegebenenfalls den Erwerbszweck fest. Einer erneuten Beschlussfassung über die Ausnutzung der Ermächtigung bedarf es nicht, insbesondere auch nicht unter Holzmüller-Gesichtspunkten, da der Ruckerwerb eigener Aktien keine Konzernbildungsmaßnahme darstellt. Die Durchführung eines Ruckerwerbs eigener Aktien, insbesondere aufgrund Hauptversammlungsermächtigung und insoweit gegebenenfalls unter Beachtung eines von der Hauptversammlung vorgegebenen Erwerbszwecks, ist Geschäftsführungsaufgabe des Vorstands²⁶. Erforderlich ist nach § 71 Abs. 3 S. 1 AktG lediglich ein diesbezüglicher Bericht des Vorstands an die nächste Hauptversammlung, und auch dies nur in den Fällen des § 71 Abs. 1 Nr. 1 und 8 AktG. Folgerichtig geht namentlich die Regelung des § 16 Abs. 3 WpÜG ersichtlich von einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft aus, insofern sie in Satz 2 den Vorstand der Zielgesellschaft verpflichtet, die Einberufung einer Hauptversammlung der Zielgesellschaft nach Satz 1 im Zusammenhang mit dem Angebot nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage unverzüglich dem Bieter mitzuteilen.

²⁶ Vgl. Lutter, a.a.O. (Fn.9), § 71 Rdz.16.

Von einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft geht ferner auch die Vorschrift des § 20 WpÜG aus, die voraussetzt, daß der Bieter das Stimmrecht aus von ihm gehaltenen Aktien der Zielgesellschaft aktienrechtlich ausüben kann, was nach § 71b AktG nicht der Fall ist, wenn Bieter und Zielgesellschaft identisch sind.

Zu sehen ist des weiteren, daß auch der Regelung des § 26 WpÜG über die Sperrfrist für ein neues Angebot nach einem vom BAWe untersagten oder nach einem erfolglosen, durch den Erwerb eines Mindestanteils bedingten Angebotes ersichtlich die Vorstellung eines von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieters zugrunde liegt. Dies erhellt namentlich aus der Regelung des § 26 Abs. 2 WpÜG, wonach das BAWe den Bieter in den genannten Fällen auf schriftlichen Antrag von dem Verbot eines erneuten Angebotes vor Ablauf eines Jahres befreien kann, „wenn die Zielgesellschaft der Befreiung zustimmt.“ Eines Zustimmungsvorbehalts zugunsten der Zielgesellschaft bedürfte es im Falle der Identität von Bieter und Zielgesellschaft nicht, da die Zielgesellschaft, vertreten durch den Vorstand, nicht ihrem eigenen Befreiungsantrag widersprechen wird.

Hinzuweisen ist schließlich auf die Vorschrift des § 27 WpÜG, die Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft verpflichtet, „unverzüglich nach Übermittlung der Angebotsunterlage und deren Änderungen durch den Bieter“ (vgl. § 27 Abs. 3 S. 1 WpÜG) „eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen abzugeben“ (§ 27 Abs. 1 WpÜG). Bei Anwendbarkeit der Regelung im Falle der Identität von Bieter und Zielgesellschaft ergäbe sich die kuriose Situation, daß die Verwaltung der Zielgesellschaft ihr „eigenes“ Angebot zu kommentieren hätte. Die Stellungnahme hätte zudem nach § 27 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG namentlich auf „die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft“ einzugehen. Diese Regelung geht ersichtlich davon aus, daß ein erfolgreiches Angebot beschäftigungsrelevante Maßnahmen nach sich ziehen kann, was bei einem Angebot zum Erwerb eigener Aktien, das in seiner Konsequenz nicht auf eine Änderung der Unternehmenspolitik der Zielgesellschaft abzielt, nicht in Betracht kommt.

Insgesamt ergibt die Gesamtschau der zahlreichen vorstehend behandelten, sämtlich auf eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft zugeschnittenen Bestimmungen, daß den Regelungen der §§ 3 sowie 10 - 28 WpÜG die Vorstellung eines von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieters zugrunde liegt. Aus systematischen Erwägungen kommt daher eine unmittelbare Anwendung des WpÜG auf „Selbst-Angebote“ nicht in Betracht.

V. Verfassungsrechtliche Überlegungen

Gegen eine unmittelbare Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien sprechen neben den vorstehenden systematischen Erwägungen überdies und besonders auch folgende verfassungsrechtliche Überlegungen.

Das WpÜG ist gekennzeichnet durch eine Gemengelage zivilrechtlicher und öffentlichrechtlicher, durch hoheitliche Eingriffsbefugnisse und Bußgeldsanktionen flankierter Verhaltenspflichten des Bieters bei öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren einer börsennotierten Zielgesellschaft. Das Verfahren derartiger Angebote unterliegt mit anderen Worten partiell einem verwaltungsrechtlichen Regime. Das WpÜG sieht ein umfangreiches, im Bereich der Eingriffsverwaltung geläufiges verwaltungsrechtliches Instrumentarium vor: Ermächtigungsgrundlagen für das BAWe als Aufsichtsbehörde zum Erlass belastender Verwaltungsakte gegenüber dem Bieter, auch im Zusammenhang mit nicht auf den Erwerb der Kontrolle abzielenden oder die Kontrolle über die Zielgesellschaft voraussetzenden Angeboten (vgl. §§ 4 Abs. 1 S. 3, 40 Abs. 1 WpÜG), Widerspruchsverfahren gegen Verfügungen des BAWe (vgl. § 41 WpÜG), Zwangsmittel (vgl. § 46 WpÜG), Rechtsmittel (vgl. §§ 48ff. WpÜG) und Sanktionen (§§ 59ff. WpÜG). Im Bereich der Eingriffsverwaltung gilt der Vorbehalt des Gesetzes. Die Exekutive darf danach in die (Grund-)Rechte des Bürgers nur auf der Grundlage einer ausdrücklichen gesetzlichen Ermächtigung eingreifen²⁷. Inhalt, Gegenstand, Ausmaß und Zweck des Eingriffs müssen dabei vom Gesetzgeber selbst festgelegt und hinreichend bestimmt und begrenzt werden. Die Tätigkeit der Exekutive im Bereich der Eingriffsverwaltung muß also durch den Gesetzgeber inhaltlich normiert und programmiert und damit für den Bürger vorhersehbar und berechenbar sein²⁸. Das Rechtsstaatsprinzip gebietet insofern, daß grundrechtsrelevante Vorschriften in ihren Voraussetzungen und ihrem Inhalt so klar formuliert sein müssen, daß die Rechtslage für den Betroffenen erkennbar ist und er sein Verhalten danach einrichten kann²⁹. Mit Blick auf Bußgeldvorschriften ergeben sich entsprechende verfassungsrechtliche Anforderungen bereits aus Art. 103 Abs. 2 GG³⁰.

Die unmittelbare Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien liefe diesen verfassungsrechtlichen Prinzipien zuwider. Zweifellos fallen zwar solche

²⁷ Herzog in Maunz/Dürig/Herzog, Grundgesetz, Kommentar, Stand 1980, Art. 20, Abschnitt VI., Rdz.64.

²⁸ Vgl. BVerfGE 8, S. 274, 325; BVerfGE 13, S. 153, 160.

²⁹ BVerfGE 21, S. 73, 79; BVerfGE 52, S. 1, 41.

³⁰ Vgl. BVerfGE 75, S. 329, 341; Schmidt-Aßmann in Maunz/Dürig/Herzog, Grundgesetz, Kommentar, Stand 1992, Art. 103 Rdz.178f., 184.

Angebote dem Wortlaut der Bestimmungen der §§ 1, 2 Abs. 1 WpÜG nach unter den Anwendungsbereich des WpÜG. Ebenso zweifellos kommt indes nach dem Gesagten die Anwendung zahlreicher Bestimmungen des WpÜG auf „Selbst-Angebote“ ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach nicht in Betracht (vgl. oben IV.), wie im Grundsatz auch die Stimmen in der Literatur einräumen, die einer unmittelbaren Anwendung des WpÜG auf „Selbst-Angebote“ das Wort reden³¹. Damit enden die Gewissheiten aber auch bereits. Über die Frage der Anwendbarkeit solcher Vorschriften auf „Selbst-Angebote“, die einerseits nach dem Wortlaut der §§ 1, 2 Abs. 1 WpÜG auch für Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien gelten und andererseits nicht ersichtlich ausschließlich auf den Fall der Dualität von Bieter und Zielgesellschaft zugeschnitten sind, lässt sich streiten. Dies gilt namentlich mit Blick auf Veröffentlichungs-, Mitteilungs-, Übersendungs- und Informationspflichten des Bieters aufgrund der Regelungen der §§ 10, 14, 21 oder 23 WpÜG. Diesbezügliche Unklarheiten müssen zu Lasten der Exekutive gehen. Eine autoritative Bestimmung des unklaren Anwendungsbereichs gesetzlicher Verhaltensanordnungen, zu deren Durchsetzung belastende Verfügungen ergehen können (vgl. § 40 Abs. 1 WpÜG) und die überdies bußgeldbewehrt sind (vgl. § 60 WpÜG), durch die Exekutive, hier namentlich das BAWe, oder auch durch die Judikative widerspräche dem Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes. Danach müssen nach dem Gesagten Inhalt, Gegenstand, Ausmaß und Zweck eines Eingriffs in die Freiheitsrechte der Bürger ausdrücklich durch gesetzliche Regelung festgelegt und damit voraussehbar und berechenbar gemacht werden. An einer entsprechenden Voraussehbarkeit und Berechenbarkeit fehlt es im vorliegenden Zusammenhang. Der Vorstand einer Bieter-Zielgesellschaft vermag nicht mit hinreichender Bestimmtheit zu erkennen, ob und inwieweit Regelungen des WpÜG, namentlich etwa die erwähnten bußgeldbewehrten Veröffentlichungs-, Mitteilungs-, Übersendungs- und Informationspflichten nach §§ 10, 14, 21 oder 23 WpÜG auf ein öffentliches Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien anzuwenden sind. Rechtsstaatliche Grundsätze verbieten daher die Annahme, das WpÜG finde gleichwohl wegen seines allgemeinen Schutzzweckes im Grundsatz unmittelbare Anwendung auch auf solche öffentlichen Angebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft.

VI. Ergebnis

³¹ Vgl. *Fleischer/Körper*, a.a.O. (Fn.3), S. 2593 li. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 818f..

Für einen abschließenden speziellen Charakter der aktienrechtlichen Vorschriften über das Verfahren des Rückerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung gibt es zwar keine Anhaltspunkte. Der Wortlaut der §§ 1, 2 Abs. 1 WpÜG, die Gesetzesmaterialien sowie der Regelungszweck des WpÜG erlauben keine sicheren Rückschlüsse auf die Anwendbarkeit des WpÜG, namentlich der §§ 3, 10ff. WpÜG, auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien. Einer Reihe von Regelungen der für eine Anwendung auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien allein in Betracht kommenden §§ 3, 10ff. WpÜG liegt indes ersichtlich die Vorstellung einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft zugrunde. Überdies sprechen auch verfassungsrechtliche Erwägungen gegen eine unmittelbare Anwendung des durch eine Gemengelage von zivilrechtlichen und öffentlichrechtlichen Regelungen gekennzeichneten, partiell verwaltungsrechtlich geprägten und insoweit dem Bereich der Eingriffsverwaltung zuzurechnenden WpÜG auf „Selbst-Angebote“. Diese Erwägungen sprechen mithin insgesamt entscheidend gegen eine unmittelbare Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien.

C. Analoge Anwendbarkeit einzelner Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien

Da das WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien nach dem Gesagten nicht unmittelbar anzuwenden ist, ist infolgedessen insoweit allenfalls eine analoge Anwendung solcher Vorschriften des Gesetzes, namentlich der §§ 3, 10ff. und 40ff. WpÜG, in Betracht zu ziehen, die nicht ersichtlich von einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft ausgehen. Voraussetzung einer analogen Anwendung einzelner Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien ist nach allgemeinen Grundsätzen eine Gesetzeslücke in Gestalt einer planwidrigen Unvollständigkeit des Gesetzes³², d.h. bei Fehlen einer nach dem Regelungsplan oder nach dem Gesamtzusammenhang des Gesetzes zu erwartenden

³² Vgl. *Canaris*, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, 2. Auflage 1983, S. 31ff.; *Larenz/Canaris*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Auflage 1995, S. 194.

Regel³³. Maßgeblich ist insoweit der von einer Regelung verfolgte Zweck³⁴. Hinzukommen muß, daß der geregelte Tatbestand und der nicht geregelte Tatbestand, hier also ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot, in den für die rechtliche Bewertung maßgeblichen Hinsichten übereinstimmen³⁵. Ob eine analoge Anwendung einzelner Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote der Zielgesellschaft selbst zum Erwerb eigener Aktien nach diesen Grundsätzen in Betracht kommt, ist im folgenden mit Blick auf die insoweit nach dem Gesagten vornehmlich in Erwägung zu ziehenden §§ 3, 10 - 28 WpÜG zu untersuchen, soweit diese nicht bereits ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach ersichtlich von einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft ausgehen. Soweit danach eine analoge Anwendbarkeit bestimmter Vorschriften des WpÜG auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien zu bejahen ist, folgt daraus zugleich die analoge Anwendbarkeit solcher rechtstechnischer Vorschriften der Abschnitte 2 sowie 6 bis 9 des WpÜG, die an die entsprechenden „materiellen“ Vorschriften der §§ 3, 10 - 28 WpÜG anknüpfen³⁶, freilich mit Ausnahme analogiefeindlicher³⁷ Ermächtigungsgrundlagen zum Erlass belastender Verwaltungsakte seitens des BAWe (vgl. §§ 4 Abs. 1 S. 3, 40 Abs. 1 WpÜG) und daran anknüpfender Bestimmungen sowie der gleichfalls nicht analogiefähigen Bußgeldvorschrift des § 60 WpÜG³⁸.

Zur Frage der analogen Anwendbarkeit der §§ 3, 10ff. WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien ist im einzelnen folgendes zu bemerken.

§ 3 WpÜG statuiert allgemeine Grundsätze für öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren.

§ 3 Abs. 1 WpÜG verlangt eine Gleichbehandlung aller Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die derselben Gattung angehören. Im Fall eines „Selbst-Angebotes“ hat der Bieter die Angebotsadressaten bereits aktienrechtlich gemäß § 53a AktG gleich zu behandeln, weshalb eine planwidrige Unvollständigkeit der Regelung insoweit nicht gegeben ist und demgemäß eine Analogie ausscheidet.

³³ Larenz/Canaris, a.a.O. (Fn.32), S. 196.

³⁴ Bydlinski, Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff, 1987, S. 475.

³⁵ Larenz/Canaris, a.a.O. (Fn.32), S. 202.

³⁶ Zur Analogiefähigkeit rechtstechnischer Vorschriften allgemein Canaris, a.a.O. (Fn.32), § 174, S. 182f..

³⁷ Vgl. unten zu § 15 WpÜG.

³⁸ Zur Unzulässigkeit der analogen Anwendung von Bußgeldvorschriften zuungunsten des Handelnden gemäß Art. 103 Abs. 2 GG vgl. BVerfGE 71, S. 108, 114f.; Bohnert in: Karlsruher Kommentar zum Gesetz über Ordnungswidrigkeiten, 2. Auflage 2000, Einleitung Rdz.115; Göhler, Gesetz über Ordnungswidrigkeiten, Kommentar, 12. Auflage 1998, § 3 Rdz.9; Schmidt-Aßmann, a.a.O. (Fn.30), Art. 103 Rdz.195, 226.

Nach § 3 Abs. 2 WpÜG müssen die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft über genügend Zeit und ausreichende Informationen verfügen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Nach der Gesetzesbegründung soll ihnen „die Möglichkeit gegeben werden, die häufig umfangreichen Angebotsunterlagen zu prüfen und auf dieser Grundlage eine sachlich fundierte Entscheidung zu treffen“³⁹. Einer hinreichenden Informationsgrundlage sowie einer ausreichenden „Bedenkzeit“ bedürfen die Adressaten eines Angebotes unabhängig von der Person des Bieters und also auch bei „Selbst-Angeboten“. Die insofern gegebene planwidrige Unvollständigkeit der Regelung ist daher wegen der Vergleichbarkeit der Sachverhalte durch analoge Anwendung des § 3 Abs. 2 WpÜG auf Angebote zum Rükckerwerb eigener Aktien zu schließen.

§ 3 Abs. 3 WpÜG stellt klar, daß Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft auch während eines Angebotsverfahrens weiterhin im Interesse der Zielgesellschaft handeln müssen, ihre allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Pflichten also durch das Gesetz nicht berührt werden⁴⁰. Dies muß selbstverständlich auch im Falle eines „Selbst-Angebotes“ gelten, weshalb die Regelung insoweit schadlos analog angewandt werden könnte. Die Verwaltung der Bieter-Zielgesellschaft wird sich in diesem Fall - anders als namentlich bei einem „feindlichen“ Übernahmeangebot“ - freilich regelmäßig kaum in einem Interessenkonflikt befinden, weshalb der Klarstellung gemäß § 3 Abs. 3 WpÜG insoweit praktisch keine besondere Bedeutung zukäme. Nichts anderes gilt auch dann, wenn ein öffentliches Angebot zum Rükckerwerb eigener Aktien gerade der Abwehr eines aktuellen Übernahmeversuchs dienen soll⁴¹. Dieser Fall dürfte bereits angesichts der Begrenzung des Erwerbs- und Bestandsvolumens namentlich bei einem Rükckerwerb aufgrund Hauptversammlungsermächtigung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG nicht von allzu großer praktischer Bedeutung sein⁴². Jedenfalls wird man den Grundsatz des § 3 Abs. 3 WpÜG in einem solchen Fall zwanglos bereits den allgemeinen, in § 76 AktG verankerten Pflichten des Vorstands entnehmen können.

Die Regelung des § 3 Abs. 4 WpÜG geht nach dem oben Gesagten⁴³ ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach ersichtlich von einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft aus. Eine analoge Anwendung auf „Selbst-Angebote“ kommt insofern nicht in Betracht.

³⁹ Begr. RegE zu § 3 Abs. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 35 re. Sp..

⁴⁰ Vgl. Begr. RegE zu § 3 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 35 re. Sp..

⁴¹ Vgl. dazu etwa *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 62f.; *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.77; *Kopp*, a.a.O. (Fn.1), S. 41ff.; *Lüttmann*, a.a.O. (Fn.21), S. 170f.; *Oechsler* in *Lange/Wall* (Hrsg.), *Risikomanagement nach dem KonTraG*, 2001, § 1 Rdz.259f..

⁴² Vgl. oben unter B.III..

⁴³ Vgl. oben unter B.IV.2..

Nach § 3 Abs. 5 WpÜG dürfen beim Handel mit Wertpapieren der Zielgesellschaft, der Bietergesellschaft oder anderer durch das Angebot betroffener Gesellschaften keine Marktverzerrungen geschaffen werden, „da hierdurch Wertpapierinhaber zu sachlich ungerechtfertigten Entscheidungen verleitet werden können“⁴⁴. Dieser auch im Falle eines „Selbst-Angebotes“ bedeutsame Regelungszweck spricht für eine analoge Anwendung der Vorschrift.

§ 10 WpÜG erlegt dem Bieter verschiedene Veröffentlichungspflichten, konkret gegenüber den Börsen und dem BAWe (Abs. 2 und 4), gegenüber dem Kapitalmarkt (Abs. 1 i.V.m. Abs. 3) und gegenüber der Zielgesellschaft (Abs. 5) hinsichtlich der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes auf.

Die Regelungen des § 10 Abs. 1 S. 2 und 3, § 10 Abs. 2 S. 3, § 10 Abs. 4 S. 2 sowie Abs. 5 WpÜG setzen nach dem oben Gesagten⁴⁵ ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach ersichtlich eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft voraus. Eine analoge Anwendung der Vorschriften auf den Fall eines von der Zielgesellschaft selbst abgegebenen Angebotes zum Erwerb eigener Aktien kommt daher nicht in Betracht.

Etwas anderes gilt möglicherweise im Hinblick auf die übrigen Vorschriften des § 10 WpÜG, namentlich hinsichtlich der Regelungen des § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 und 2, Abs. 3 und Abs. 4 S. 1 WpÜG. Insoweit kommt es darauf an, ob sich die Nichteinbeziehung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote in die Veröffentlichungspflichten nach den genannten Vorschriften als planwidrige Unvollständigkeit der gesetzlichen Regelung darstellt. Zweck der Vorschrift des § 10 WpÜG ist ausweislich der Gesetzesbegründung, vergleichbar der Regelung des § 15 WpHG dafür Sorge zu tragen, „daß die Öffentlichkeit frühzeitig über marktrelevante Daten informiert wird, um damit das Ausnutzen von Spezialwissen zu verhindern“⁴⁶. Der Zweck der Vorschriften des § 10 WpÜG, für eine frühzeitige und umfassende Information des Kapitalmarktes über die Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft zu sorgen, ließe an sich erwarten, daß die Veröffentlichungspflichten nach § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2, 3 und 4 WpÜG auch von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien jedenfalls insoweit unmittelbar erfassen, als der Rückerwerb aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG erfolgen soll. Ein

⁴⁴ Begr. RegE zu § 3 Abs. 5 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 35 re. Sp..

⁴⁵ Vgl. oben unter B.IV.2..

⁴⁶ Begr. RegE zu § 10 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 39 li. Sp..

Rückerwerb aufgrund Hauptversammlungsermächtigung kann, anders als ein an bestimmte Zwecke geknüpfter entgeltlicher Aktienrückwerb im Wege der Einzelrechtsnachfolge gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Nr. 1 bis 3, 6 und 7 AktG, dem Kapitalmarkt signalisieren, daß das Management die Aktie auf Grund interner Informationen für unterbewertet hält oder als attraktive Anlage ansieht⁴⁷. Der Rückkauf eigener Aktien hat insofern eine positive Signalwirkung am Kapitalmarkt. Empirische Erhebungen zu Aktienrückkäufen in den USA zeigen, daß der Börsenkurs der Aktie allein durch die Ankündigung eines Rückkaufprogramms in der Mehrzahl der Fälle signifikant ansteigt⁴⁸. Die Entscheidung zum Rückerwerb eigener Aktien kann demgemäß je nach zeitlicher und umfangmäßiger Bestimmtheit des Rückerwerbplans, Umfang der vorgesehenen Gegenleistung, Erwerbsvolumen, Marktmenge und/oder Konzentration des geplanten Erwerbs auf einen bestimmten Zeitpunkt eine Insidertatsache i.S. des § 13 Abs. 1 WpHG sowie auch eine ad hoc-publizitätspflichtige Tatsache nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG darstellen⁴⁹.

Das Kursbeeinflussungspotential der Entscheidung zur Ausnutzung einer Hauptversammlungsermächtigung zum Erwerb eigener Aktien erfordert nach dem Regelungsplan der Vorschrift des § 10 WpÜG, die Veröffentlichungspflichten nach § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2, 3 und 4 WpÜG auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien zu erstrecken. Die demnach insofern gegebene Gesetzeslücke in Gestalt einer planwidrigen Unvollständigkeit der gesetzlichen Regelung ist durch eine diesbezügliche analoge Anwendung der in Rede stehenden Vorschriften auszufüllen, da die Abgabe eines Angebotes durch einen von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieter und die Abgabe eines Angebotes durch die Zielgesellschaft selbst hinsichtlich des in beiden Fällen gegebenen Kursbeeinflussungspotentials vergleichbar sind und demgemäß in beiden Fällen ein Bedürfnis für eine frühzeitige und umfassende Information des Kapitalmarktes besteht. Der Zielgesellschaft obliegen demgemäß im Vorfeld der Abgabe eines Angebotes zum Erwerb eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8

⁴⁷ Vgl. *Achleitner*, a.a.O. (Fn.1), S. 336; *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 56; *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.79; *Hampel*, a.a.O. (Fn.1), S. 6; *Posner*, Die AG 1994, S. 312, 314 re. Sp..

⁴⁸ *Achleitner*, a.a.O. (Fn.1), S. 337; *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.76; *Kopp*, a.a.O. (Fn.1), S. 46ff.; *Kraft/Altwater*, a.a.O. (Fn.16), S. 449 re. Sp.; *Rams*, Die Bank 1997, S. 216, 220; s. zum Kurssteigerungseffekt von Aktienrückkäufen auch *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 290; *Hampel*, a.a.O. (Fn.1), S. 26; *Wastl/Wagner/Lau*, a.a.O. (Fn.1), S. 32ff..

⁴⁹ Begr. RegE KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 14 re. Sp.; *Assmann/Cramer* in *Assmann/Schneider* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 1999, § 14 Rdz.27b; *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 288ff.; *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.159f.; *Kraft/Altwater*, a.a.O. (Fn.16), S. 450f.; *von Rosen/Helm*, Die AG 1996, S. 434, 440; *Schanz*, a.a.O. (Fn.21), S. 346 li. Sp.; *Schäfer* in *Schäfer* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, 1999, § 14 WpHG Rdz.69; a.A. *Martens*, Die AG 1996, S. 337, 340f.; *O. Peltzer*, a.a.O. (Fn.16), S. 330; s. auch *Kindl*, a.a.O. (Fn.1), S. 1280.

S. 1 AktG analog § 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2, 3 und 4 WpÜG Veröffentlichungspflichten hinsichtlich der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes⁵⁰.

Hiervon auszunehmen sind allerdings solche Regelungen, die eine Mitteilungspflicht des Bieters gegenüber dem BAWe statuieren (vgl. § 10 Abs. 2 S. 1 Nr. 3, Abs. 4 S. 1 2. Alt. WpÜG). Die Mitteilungspflicht gegenüber dem BAWe nach § 10 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 WpÜG besteht ausweislich der Gesetzesbegründung allgemein im Hinblick auf die Überwachungsaufgaben des BAWe nach dem WpÜG⁵¹. Entsprechendes gilt hinsichtlich der Mitteilungspflicht nach § 10 Abs. 4 S. 1 2. Alt. WpÜG, die der Überwachung der Einhaltung der Veröffentlichungspflichten des Bieters nach § 10 Abs. 3 S. 1 WpÜG dient⁵². Damit das BAWe seine Überwachungsaufgabe hinsichtlich der Einhaltung von Pflichten des Bieters nach § 10 Abs. 1 bis 5 S. 1 WpÜG wirksam zu erfüllen vermag, kommt ihm nach § 40 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG die Befugnis zu, den Bieter zur Erteilung von Auskünften und zur Vorlage von Unterlagen zu verpflichten. Erst diese Kompetenz zum Erlaß verpflichtender Verfügungen, verwaltungsrechtlich gesprochen zum Erlaß belastender Verwaltungsakte, ermöglicht dem BAWe mit anderen Worten im wesentlichen überhaupt erst eine effektive Überwachung des Bieters. Bei öffentlichen Angeboten zum Rückerwerb eigener Aktien kommt nun aber der Erlaß belastender Verwaltungsakte nicht in Betracht, da die Regelungen des WpÜG und damit namentlich auch die Bestimmung des § 40 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG keine unmittelbare Anwendung finden, eine Analogie zu Ermächtigungsgrundlagen für belastende Verwaltungsakte aber nach dem Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes ausgeschlossen ist⁵³. Die Überwachungsaufgabe des BAWe kann praktisch demgemäß bei öffentlichen Angeboten zum Rückerwerb eigener Aktien nicht wirksam ausgeübt werden und steht insofern weitgehend nur „auf dem Papier“. Der Bieter-Zielgesellschaft gleichwohl Mitteilungspflichten gegenüber dem BAWe gemäß § 10 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 und Abs. 4 S. 1 2. Alt. WpÜG aufzuerlegen, die im Hinblick auf die Überwachungsaufgabe des BAWe bestehen, entspräche insofern nicht dem Zweck der Regelungen und erschiene damit als leerer Formalismus. Eine Analogie scheidet daher insoweit aus.

Die Vorschrift des § 11 WpÜG statuiert eine Pflicht des Bieters zur Erstellung und Veröffentlichung einer inhaltlich standardisierten Angebotsunterlage. In den Materialien wird zum Normzweck ausgeführt: „Ziel der Erstellung und Veröffentlichung der

⁵⁰ Ebenso im Ergebnis *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 re. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 818 li. Sp..

⁵¹ Begr. RegE zu § 10 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 40 li. Sp..

⁵² Begr. RegE zu § 10 Abs. 4 S. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 40 re. Sp..

⁵³ Vgl. unten zu § 15 WpÜG.

Angebotsunterlage ist es, die von dem Angebot Betroffenen, die Öffentlichkeit und die Aufsichtsbehörde über den genauen Inhalt des Angebotes und über die mit dem Angebot verfolgten Ziele zu informieren. Auch sollen die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft eine hinreichende Grundlage für ihre Entscheidung über die Annahme des Angebots erhalten. Daher müssen die vom Bieter gemachten Angaben richtig und vollständig sein⁵⁴. Einer richtigen und vollständigen Information über ein Angebot bedürfen dessen Adressaten für eine sachgerechte Entscheidung über die Ablehnung oder Annahme unabhängig davon, ob das Angebot von der Zielgesellschaft selbst oder von einer anderen Gesellschaft stammt. Im Schrifttum wird überdies zurecht zu bedenken gegeben, einer Information der Angebotsadressaten durch den Bieter bedürfe es im Fall eines Angebotes zum Erwerb eigener Aktien insofern umso mehr, als insoweit u.U. ein noch größeres Informationsgefälle zwischen Bieter und Angebotsadressaten bestehe als im Falle eines Angebotes seitens eines „außenstehenden“ Bieters⁵⁵. Angesichts des Regelungsplans der Vorschrift, den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft eine informierte Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung eines ihnen unterbreiteten Angebotes zu ermöglichen, stellt sich die Nichteinbeziehung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote zum Erwerb eigener Aktien in die Regelung des § 11 WpÜG demgemäß als planwidrige Lücke des Gesetzes dar, es sei denn, die Interessen der Angebotsadressaten wären in diesem Fall bereits insofern gewahrt, als die Verwaltung der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit der Abgabe eines Angebotes zum Erwerb eigener Aktien die Aktionäre nach Aktienrecht ohnedies über den Inhalt des Angebotes und die mit dem Angebot verfolgten Ziele zu informieren und ihnen auf diese Weise eine hinreichende Grundlage für die Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu verschaffen hätte⁵⁶.

Mangels gesetzlicher Normierung einer dahingehenden aktienrechtlichen Informationspflicht des Vorstands setzte dies eine allgemeine ungeschriebene aktienrechtliche Verpflichtung der Verwaltung voraus, die Aktionäre vor ihr Vermögen betreffenden Entscheidungen, wie hier der Entscheidung über die Veräußerung ihrer Aktien an die Gesellschaft, von sich aus über alle Umstände, die für ihre Entschließung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, richtig und vollständig zu informieren und ihnen damit eine Entscheidung auf hinreichender Informationsgrundlage zu ermöglichen. Aus dem allgemeinen mitgliedschaftlichen Auskunftsanspruch der Aktionäre nach § 131 AktG lässt sich eine derartige

⁵⁴ Begr. RegE zu § 11 Abs. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 41 li. Sp..

⁵⁵ *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2593 li. Sp.; *Winner/Gall*, wbl 2000, S. 1, 2 re. Sp..

⁵⁶ Vgl. zum praktisch erforderlichen, rechtlich indes nicht gebotenen (Mindest-)Inhalt eines Angebotes zum Rückwerb eigener Aktien *Kiem*, a.a.O. (Fn.1), S. 212 re. Sp..

Informationspflicht nicht ableiten, da das Informationsrecht nach § 131 AktG ein Auskunftsverlangen des Aktionärs in der Hauptversammlung voraussetzt und damit als Grundlage einer von der Verwaltung von sich aus zu erfüllenden Informationspflicht gegenüber den Aktionären außerhalb der Hauptversammlung ausscheidet. Als Grundlage einer Informationspflicht der Verwaltung gegenüber den Aktionären im Zusammenhang mit einem Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien käme damit allenfalls eine allgemeine ungeschriebene Treupflicht der Verwaltung gegenüber den Aktionären in Betracht⁵⁷, die von der h.M. indes abgelehnt wird⁵⁸.

Mangels aktienrechtlicher Informationspflicht des Vorstands gegenüber den Aktionären hinsichtlich des Inhalts eines „Selbst-Angebotes“, namentlich hinsichtlich der Höhe der angebotenen Gegenleistung sowie der mit dem angestrebten Aktienrückerwerb verfolgten Absichten, bleibt es daher dabei, daß sich die Nichteinbeziehung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote zum Erwerb eigener Aktien angesichts des Regelungszwecks des § 11 WpÜG als Gesetzeslücke darstellt. Da der gesetzlich geregelte Sachverhalt - Angebot eines von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieters - und der in Rede stehende nicht geregelte Sachverhalt - Angebot durch die Zielgesellschaft selbst - insofern vergleichbar sind, als die Adressaten des Angebotes jeweils nur dann eine sachgerechte Entscheidung zu treffen vermögen, wenn sie über eine hinreichende Informationsgrundlage verfügen, ist diese Lücke durch entsprechende Anwendung der Vorschriften des § 11 WpÜG, soweit sie nicht ersichtlich ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft (vgl. die Regelungen des § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 und 3 WpÜG; s. bereits oben unter B.IV.2.) oder die Geltung auf „Selbst-Angebote“ nicht analog anwendbarer Vorschriften (vgl. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 4 WpÜG; s. unten zu § 13 WpÜG) voraussetzen, auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot zu schließen⁵⁹. Öffentliche Angebote der Zielgesellschaft selbst zum Rückerwerb eigener Aktien bedürfen mithin ebenso wie Angebote eines dritten Bieters einer standardisierten Angebotsunterlage.

Die nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG erforderlichen Angaben über die Finanzierung des Angebots und deren Auswirkungen auf den Bieter sollen nach im Schrifttum vertretener Auffassung allerdings entbehrlich sein, da diese Angaben in § 71 Abs. 2 S. 2 AktG gesetzlich

⁵⁷ Für eine treupflichtbegründete Informationspflicht des Vorstands gegenüber den Aktionären in Gestalt einer Pflicht zur Stellungnahme zu einem Übernahmeangebot *van Aubel*, Vorstandspflichten bei Übernahmeangeboten, 1996, S. 128ff., 172f.; vgl. *Mülbert*, IStR 1999, S. 83, 88.

⁵⁸ RGZ 158, S. 248, 256; *Baums*, Gutachten F für den 63. Deutschen Juristentag, 2000, S. F 231, F 233; *Godin/Wilhelmi*, Aktiengesetz, Band I, 3. Auflage 1967, § 93 Anm.2; *W. Müller*, Festschrift Semler, 1993, S. 195, 209; *Schilling* in Großkommentar zum AktG, Band I/2, 3. Auflage 1973, § 93 Anm.65; *Zöllner* in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 1. Auflage, 1984, Einl. Rdz.156.

⁵⁹ Vgl. *Fleischer/Körper*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 re. Sp..

vorgegeben seien und der besonderen Berichtspflicht nach §§ 71 Abs. 3 S. 1, 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG unterlägen⁶⁰. Dem ist entgegenzuhalten, daß die Regelung des § 71 Abs. 2 S. 2 AktG keine Informationspflicht des Vorstands zur Frage der Finanzierung eines angestrebten Rükckerwerbs eigener Aktien begründet und die nach §§ 71 Abs. 3 S. 1, 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG erforderlichen Berichte Angaben in der Angebotsunterlage gemäß § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG insofern nicht entbehrlich machen, als sie dem Aktienerwerb zeitlich nachfolgen. Jedenfalls bei „Bar-Selbst-Angeboten“ sind allerdings keine Angaben zu den notwendigen Maßnahmen erforderlich, die sicherstellen, daß dem Bieter die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zu Verfügung stehen (vgl. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG). Diesbezügliche Angaben hält der Gesetzgeber insofern für geboten, als „es weder im Interesse der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft noch der Zielgesellschaft selbst ist, Beteiligte eines Angebotsverfahrens zu sein, das auf der Seite des Bieters auf keiner vertretbaren wirtschaftlichen Grundlage steht und unter Umständen von Anfang an zum Scheitern verurteilt ist“⁶¹. Bei „Bar-Selbst-Angeboten“ besteht eine solche Gefahr praktisch nicht, da ein Rükckerwerb eigener Aktien in den Fällen des § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3, 7 und 8 nach § 71 Abs. 2 S. 2 AktG ohnedies nur erfolgen darf, wenn ausreichend freie Mittel zur Finanzierung vorhanden sind⁶².

Von den nach § 11 Abs. 4 WpÜG i.V.m. § 2 der WpÜG-Angebotsverordnung⁶³ (im folgenden: AngVO) erforderlichen ergänzenden Angaben in der Angebotsunterlage sollen bei „Selbst-Angeboten“ überdies insbesondere die Angaben nach § 2 Nr. 3 AngVO zur Bewertung der Gegenleistung entbehrlich sein, da die Aktionäre im Ermächtigungsbeschluß gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG selbst deren Rahmen bestimmt hätten⁶⁴. Dagegen spricht jedoch, daß die Festsetzung eines Rahmens für die Gegenleistung die Begründung der vom Vorstand innerhalb dieses Rahmens konkret gewählten Gegenleistung nicht obsolet macht.

§ 12 WpÜG normiert eine Haftung für unrichtige oder, gemessen an den Anforderungen des § 11 WpÜG, unvollständige Angaben in der Angebotsunterlage, die für die Beurteilung des Angebots wesentlich sind. Wer durch entsprechende Angabe in der Angebotsunterlage (vgl. § 11 Abs. 3 WpÜG) die Verantwortung für den Inhalt der Angebotsunterlage übernommen hat, ist danach gemäß § 11 Abs. 1 WpÜG ebenso zum Ersatz eines einem Angebotsadressaten

⁶⁰ Oechsler, a.a.O. (Fn.3), S. 818 re. Sp..

⁶¹ Begr. RegE zu § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 41 re. Sp..

⁶² Vgl. unten zu § 13 WpÜG.

⁶³ BGBl. I 2001, S. 4263ff..

⁶⁴ Oechsler, a.a.O. (Fn.3), S. 818 re. Sp..

aus der Annahme des Angebotes entstehenden Schadens verpflichtet wie derjenige, von dem der Erlaß der Angebotsunterlage ausgeht. Die Sanktionierung einer unrichtigen oder unvollständigen Information der Angebotsadressaten durch eine Schadenersatzhaftung soll einen Anreiz zu ordnungsgemäßer Information setzen. Einer derartigen Verhaltenssteuerung bedarf es unabhängig davon, ob ein Angebot von einem von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieter oder von der Zielgesellschaft selbst abgegeben wird, da die Angebotsadressaten nach dem Gesagten in beiden Fällen nur dann eine sachgerechte Entscheidung über die Annahme des Angebotes zu treffen vermögen, wenn sie über eine hinreichende Informationsgrundlage verfügen. Angesichts des Regelungsplans der Norm stellt sich die Nichterfassung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote demgemäß als planwidrige Unvollständigkeit dar, sofern die Verwaltung der Zielgesellschaft in diesem Fall nicht ohnedies den Aktionären gegenüber zum Ersatz des Schadens verpflichtet ist, der ihnen infolge einer auf einer Schlecht- oder Fehlinformation beruhenden Annahme eines derartigen Angebotes entsteht.

Als Grundlage eines unmittelbaren Schadenersatzanspruches der Aktionäre gegenüber der Verwaltung kommt nach h.M. allein eine deliktsrechtliche Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. mit einem Schutzgesetz zugunsten der Aktionäre oder aus § 826 BGB in Betracht. Eine Deliktshaftung der Vorstandsmitglieder nach § 823 Abs. 1 BGB wegen Eingriffs in die Mitgliedschaft, insbesondere durch falsche Information⁶⁵, wird überwiegend abgelehnt⁶⁶. An einer haftungsbegründenden Schutzgesetzverletzung wird es indes bei unzureichender oder fehlerhafter Information der Aktionäre im Zusammenhang mit einem Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien häufig fehlen.

Die Vorschrift des § 11 WpÜG stellt kein Schutzgesetz zugunsten der Aktionäre dar, da sie nach der für die Qualifizierung einer Regelung als Schutzgesetz maßgeblichen⁶⁷ Zwecksetzung des Gesetzgebers bei Erlaß des Übernahmegesetzes, wie sie sich nach dem Gesagten⁶⁸ aus dem Gesamtzusammenhang der Vorschriften der §§ 3, 10 - 28 WpÜG ergibt, von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote gerade nicht erfaßt.

⁶⁵ Dafür *Habersack*, Die Mitgliedschaft - subjektives und „sonstiges“ Recht, 1997, S. 343f..

⁶⁶ Vgl. *Baums*, a.a.O. (Fn.58), S. F 233; *Mertens* in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 2, 2. Auflage 1996, § 93 Rdz.173.

⁶⁷ BGH ZIP 1991, S. 1597, 1598 re. Sp.; *Mertens* in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 5, 3. Auflage 1997, § 823 Rdz.162; *Palandt/Thomas*, BGB, 61. Auflage 2002, § 823 Rdz.141.

⁶⁸ Vgl. oben unter B.IV.2..

In Betracht kommt damit allenfalls eine Haftung des Vorstands gemäß § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. der als Schutzgesetz zu qualifizierenden⁶⁹ Vorschrift des § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG wegen unrichtiger Wiedergabe der Verhältnisse der Gesellschaft in „Darstellungen über den Vermögensstand“. Eine entsprechende Haftung ist gegeben, wenn der Vorstand in der Angebotsunterlage eines „Selbst-Angebotes“ im Rahmen der Angaben zu den erwarteten Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bieter-Zielgesellschaft (vgl. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG) vorsätzlich fehlerhafte Informationen zum Vermögensstand der Gesellschaft mitteilt⁷⁰, Aktionäre durch diesbezüglich unrichtige Angaben zur Annahme eines Angebotes zum Erwerb eigener Aktien veranlasst worden sind und ihnen aus der Annahme des Angebotes ein Schaden entstanden ist. Die Haftung des Vorstands nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG wegen unrichtiger Angaben in der Angebotsunterlage reicht indes insofern weniger weit als die Haftung nach § 12 WpÜG, als die Vorschrift des § 12 WpÜG, anders als die Regelung des § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG⁷¹, nicht allein vorsätzliche, sondern auch grobfahrlässige Falschinformationen erfasst (vgl. § 12 Abs. 2 WpÜG) und überdies auch nicht auf fehlerhafte Informationen über den Vermögensstand beschränkt ist, sondern sich etwa auch auf unrichtige Angaben über zum Tausch angebotene Wertpapiere nach § 11 Abs. 4 i.V.m. § 2 Nr. 2 AngVO erstreckt. Die deliktsrechtliche Haftung des Vorstands der Bieter-Zielgesellschaft für fehlerhafte Angaben im Zusammenhang mit einem Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien vermag insofern eine kapitalmarktrechtliche Haftung analog § 12 WpÜG nicht zu ersetzen.

Da Aktionäre der Zielgesellschaft, die ein von dieser selbst abgegebenes Angebot zum Erwerb eigener Aktien aufgrund einer Fehl- oder Schlechtinformation der Verwaltung angenommen und dadurch einen Schaden erlitten haben, die Verwaltung regelmäßig nicht deliktsrechtlich auf Schadenersatz in Anspruch nehmen können, bleibt es insgesamt dabei, daß die Nichteinbeziehung von „Selbst-Angeboten“ in die Regelung des § 12 WpÜG sich als planwidrige Unvollständigkeit der Vorschrift erweist. Da die Angebotsadressaten auch in

⁶⁹ *Fuhrmann* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG, 18. Lieferung 1994, § 400 Rdz.3; *Geilen* in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 3, 5. Lieferung, 1. Auflage 1983, § 400 Rdz.4; *Klug* in Großkommentar zum AktG, Band 4, 3. Auflage 1975, § 400 Anm.2; *Otto* in Großkommentar zum AktG, 4. Auflage, 8. Lieferung 1997, § 400 Rdz.4.

⁷⁰ Zum Begriff des „Vermögensstands“ vgl. *Fuhrmann*, a.a.O. (Fn.69), Rdz.16; *Geilen*, a.a.O. (Fn.69), Rdz.48; zum Begriff der „Darstellung“, der auch mündliche und schriftliche Erklärungen des Vorstands außerhalb der Hauptversammlung erfasst, vgl. *Fuhrmann*, a.a.O., Rdz.14; *Geilen*, a.a.O., Rdz.44ff.; *Otto*, a.a.O. (Fn.69), Rdz.34ff..

⁷¹ Vgl. *Fuhrmann*, a.a.O. (Fn.69), Rdz.27; *Geilen*, a.a.O. (Fn.69), Rdz.62; *Otto*, a.a.O. (Fn.69), Rdz.48; zur Maßgeblichkeit des subjektiven Tatbestandes des Schutzgesetzes im Rahmen des § 823 Abs. 2 BGB vgl. BGHZ 46, S. 17, 21; Palandt/Thomas, a.a.O. (Fn.67), § 823 Rdz.143.

diesem Fall aber nach dem Gesagten ebenso wie im Falle der Dualität von Bieter und Zielgesellschaft eine rationale Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebotes nur dann zu treffen vermögen, wenn sie über eine hinreichende Informationsgrundlage verfügen, und insofern im einen wie im anderen Fall nicht nur eine dahingehende Informationspflicht der Bieter-Zielgesellschaft, sondern auch deren Durchsetzung durch Haftungsandrohung erforderlich ist, ist die demgemäß gegebene Lücke durch analoge Anwendung der Regelung des § 12 WpÜG auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot zu schließen⁷². Demgemäß hat die nach dem oben Gesagten auch bei „Selbst-Angeboten“ erforderliche Angebotsunterlage insbesondere auch die in § 11 Abs. 3 WpÜG vorgesehenen Angaben zu enthalten.

Klarzustellen ist in diesem Zusammenhang, daß die hier vertretene analoge Anwendbarkeit des § 12 WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien und damit namentlich auch die analoge Anwendbarkeit des § 12 Abs. 6 WpÜG, wonach weitergehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder vorsätzlichen unerlaubten Handlungen erhoben werden können, unberührt bleiben, nicht etwa zu einer Ausdehnung sonstiger Haftungsansprüche, etwa aus culpa in contrahendo, im Wege der Analogie führt. Die Regelung des § 12 Abs. 6 WpÜG begründet weder in unmittelbarer noch in analoger Anwendung neue Ansprüche, sondern lässt lediglich ohnedies bestehende Ansprüche unberührt, hat insofern also lediglich klarstellende Funktion⁷³.

§ 13 WpÜG betrifft die Frage der Finanzierung eines Angebots durch den Bieter.

Die Vorschrift des § 13 Abs. 1 S. 1 WpÜG verpflichtet den Bieter insoweit, „vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage die notwendigen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, daß ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen.“ Dies gilt unabhängig davon, ob es sich bei der angebotenen Gegenleistung um eine Geldleistung oder um eine Sachleistung handelt⁷⁴. Eines mit der Regelung bezweckten Schutzes der Angebotsadressaten vor mangelnder Leistungsfähigkeit des Bieters bedarf es unabhängig davon, ob es sich bei dem Bieter um einen Dritten oder um die Zielgesellschaft selbst handelt, was eine analoge Anwendung der Vorschrift auf ein öffentliches Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien geboten erscheinen lässt.

⁷² Ebenso im Ergebnis, allerdings unmittelbare Anwendbarkeit des § 12 WpÜG annehmend *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2593 li. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 818 re. Sp..

⁷³ Vgl. Begr. RegE zu § 12 Abs. 6 WpÜG, BT-Drucksache 14/7034, S. 44 li. Sp..

⁷⁴ Begr. RegE zu § 13 Abs. 1 S. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 44 li. Sp..

Im Falle eines Bar-Angebotes hat nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG ein vom Bieter unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu bestätigen, daß der Bieter seiner Verpflichtung nach § 13 Abs. 1 S. 1 WpÜG nachgekommen ist. Ist dies entgegen der Bestätigung nicht der Fall, und stehen dem Bieter daher zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel nicht zur Verfügung, hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Angebotsadressaten, die das Angebot angenommen haben, den aus der nicht vollständigen Erfüllung entstehenden Schaden zu ersetzen, § 13 Abs. 2 WpÜG.

Die Regelung des § 13 WpÜG soll die Adressaten eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren vor Vermögensschäden schützen, die ihnen aus der Unfähigkeit des Bieters zur (vollständigen) Erbringung der Gegenleistung entstehen. In Anbetracht dieses Regelungsplanes begründet die Nichtberücksichtigung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote zum Erwerb eigener Aktien eine planwidrige Unvollständigkeit des § 13 Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 WpÜG, wenn und weil den Adressaten eines Bar-Angebotes unabhängig davon ein Vermögensschaden aufgrund unvollständiger Erfüllung des Anspruchs auf die Geldleistung droht, ob eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft gegeben ist oder es sich bei dem Bieter um die Zielgesellschaft selbst handelt. Dagegen spricht, daß ein Rückerwerb eigener Aktien jedenfalls in den Fällen des § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3, 7 und 8 AktG nach der Regelung des § 71 Abs. 2 S. 2 AktG ohnedies nur in Betracht kommt, wenn ausreichend freie Mittel zur Finanzierung zur Verfügung stehen⁷⁵. Die Finanzierung eines Bar-Angebotes zum Rückerwerb eigener Aktien ist damit, pflichtgemäßes Handeln des Vorstands vorausgesetzt, bereits durch die Regelung des § 71 Abs. 2 S. 2 AktG gewährleistet. Von daher stellt sich die Nichteinbeziehung von „Selbst-Angeboten“ zum Rückerwerb eigener Aktien in den genannten Fällen nicht als planwidrige Unvollständigkeit des Gesetzes dar, so daß eine analoge Anwendung des § 13 Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 WpÜG insoweit ausscheidet. Damit entfallen zugleich die in § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 4 WpÜG vorgesehenen Angaben in der Angebotsunterlage.

§ 14 WpÜG verpflichtet den Bieter zur Übermittlung der Angebotsunterlage an das BAWe (Abs. 1), zur Veröffentlichung der Unterlage (Abs. 2 und 3) sowie zu deren Übermittlung an den Vorstand der Zielgesellschaft (Abs. 4). Daß die letztgenannte Verpflichtung des Bieters ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach ersichtlich eine Dualität von Bieter und

⁷⁵ Vgl. *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 229; *Hefermehl/Bungeroth*, a.a.O. (Fn.9), § 71 Rdz.32; *Lutter*, a.a.O. (Fn.9), § 71 Rdz.57.

Zielgesellschaft voraussetzt, wurde bereits ausgeführt⁷⁶. Eine analoge Anwendung des § 14 Abs. 4 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ scheidet mithin aus⁷⁷. In Betracht kommt danach allenfalls eine analoge Anwendung der Regelungen des § 14 Abs. 1 bis 3 WpÜG auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot zum Ruckerwerb eigener Aktien.

Die Verpflichtung des Bieters zur Übermittlung der Angebotsunterlage an das BAWe nach § 14 Abs. 1 WpÜG trägt zum einen der Zuständigkeit des BAWe für das Angebotsverfahren Rechnung (BAWe als „Evidenzzentrale“) und bezweckt außerdem, dem Amt eine (eingeschränkte) Überprüfung des Angebotes im Hinblick auf dessen etwaige Untersagung nach § 15 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpÜG zu ermöglichen⁷⁸. Das BAWe überprüft die Angebotsunterlage insoweit (vgl. § 15 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpÜG) auf Vollständigkeit der nach § 11 Abs. 2 und Abs. 4 i.V.m. § 2 AngVO erforderlichen Angaben sowie daraufhin, ob die in der Unterlage enthaltenen Angaben offensichtlich gegen Vorschriften des WpÜG oder der genannten Rechtsverordnung verstoßen. Bei negativem Prüfergebnis muß das BAWe das Angebot untersagen, § 15 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpÜG⁷⁹.

Der Regelungsplan der Vorschrift des § 14 Abs. 1 WpÜG, unvollständige oder evident rechtswidrige Angebote zu unterbinden und auf diese Weise die Adressaten derartiger Angebote zu schützen, ließe auf den ersten Blick die Einbeziehung auch von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote zum Erwerb eigener Aktien erwarten, da die Angebotsadressaten nach dem oben Gesagten auch in diesem Fall ebenso wie bei Dualität von Bieter und Zielgesellschaft einer hinreichenden und korrekten Informationsgrundlage bedürfen, um eine sachgerechte Entscheidung über die Annahme des Angebotes treffen zu können. Eine Untersagung öffentlicher Angebote zum Erwerb von Wertpapieren durch das BAWe nach § 15 Abs. 1 und 2 WpÜG, die zu ermöglichen nach dem Gesagten Zweck der Mitteilungspflicht gemäß § 14 Abs. 1 WpÜG ist, kommt allerdings nach dem verfassungsrechtlichen Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes nicht in Betracht⁸⁰. Eine Verpflichtung der Bieter-Zielgesellschaft zur Vorab-Information des BAWe über den Inhalt eines beabsichtigten Angebotes zum Ruckerwerb eigener Aktien wäre aus diesem Grunde nicht geeignet, die Adressaten des Angebotes vor einer fehlerhaften oder unvollständigen Information durch die Bieter-Zielgesellschaft zu schützen. Eine analoge Anwendung des § 14 Abs. 1 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ entspräche insofern nicht dem Zweck der Regelung und

⁷⁶ Vgl. oben unter B.IV.2..

⁷⁷ Ebenso im Ergebnis *Fleischer/Körper*, a.a.O. (Fn.3), S. 2593 li. Sp..

⁷⁸ Vgl. Begr. RegE zu § 14 Abs. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 44 re. Sp..

⁷⁹ Vgl. Begr. RegE zu § 14 Abs. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 45 li. Sp.; Begr. RegE zu § 15 Abs. 1 WpÜG, a.a.O., S. 45 re. Sp..

⁸⁰ Vgl. näher dazu unten zu § 15 WpÜG.

kommt daher im Ergebnis nicht in Betracht. Entsprechendes gilt für die Regelung des § 14 Abs. 2 WpÜG, die gleichfalls eine Untersagungsbefugnis des BAWe gemäß § 15 WpÜG voraussetzt.

Die Regelung des § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG verpflichtet den Bieter im Interesse einer sachgerechten Information der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft über das Angebot zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage in allgemein zugänglichen Medien⁸¹. Ein insofern gewährleisteteter problemloser Zugang der Angebotsadressaten zu der Angebotsunterlage ist auch bei öffentlichen Angeboten zum Rückerwerb eigener Aktien erforderlich, damit alle Aktionäre eine rationale Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu treffen vermögen. Einer analogen Anwendung der Vorschrift des § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG bedarf es allerdings insofern nicht, als die Bieter-Zielgesellschaft bereits aktienrechtlich durch das Gleichbehandlungsgebot (vgl. § 53a AktG) mangels sachlichen Grundes zur Gleichbehandlung der Adressaten eines Angebotes zum Erwerb eigener Aktien verpflichtet ist und demgemäß sicherzustellen hat, daß das Angebot allen Aktionären ohne weiteres zugänglich ist, was bei börsennotierten (Publikums-)Gesellschaften (vgl. § 1 WpÜG) praktisch regelmäßig eine Veröffentlichung in der nach § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG vorgesehenen Weise voraussetzen dürfte⁸². Mangels analoger Anwendbarkeit des § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG scheidet zugleich auch eine entsprechende Anwendung des § 14 Abs. 3 S. 2 WpÜG aus, der den Bieter verpflichtet, dem BAWe unverzüglich einen Beleg über die Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 14 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 WpÜG zu übersenden. Dies gilt zumal auch deshalb, weil eine analoge Anwendung der Regelung des § 14 Abs. 3 S. 2 WpÜG mangels Befugnis des BAWe, analog § 15 Abs. 2 WpÜG im Falle nicht ordnungsgemäßer Veröffentlichung der Unterlage das „Selbst-Angebot“ zu untersagen (dazu sogleich), den mit der Pflicht zur Übersendung eines Veröffentlichungsbeleges verfolgten Zweck nicht erreichen könnte.

Die Regelungen des § 15 WpÜG betreffen die Untersagung eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft durch das BAWe.

§ 15 Abs. 1 WpÜG verpflichtet das BAWe nach dem Gesagten zur Untersagung bei - gemessen an den Vorgaben des § 11 Abs. 2 WpÜG sowie des § 2 AngVO - unvollständiger Angebotsunterlage (Nr. 1), evidentem Verstoß der Angaben in der Unterlage gegen das

⁸¹ Vgl. Begr. RegE zu § 14 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 45 li. Sp..

⁸² Vgl. zur Mitteilung eines Angebotes zum Rückerwerb eigener Aktien an die Aktionäre *Kiem*, a.a.O. (Fn.1), S. 212 re. Sp..

WpÜG oder auf Grund des WpÜG erlassener Rechtsvorschriften (Nr. 2), nicht erfolgter Übermittlung der Angebotsunterlage an das BAWe nach § 14 Abs. 1 S. 1 WpÜG (Nr. 3) sowie unterbliebener Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG (Nr. 4). Im Falle der Untersagung ist die Veröffentlichung des Angebotes verboten, § 15 Abs. 3 S. 1 WpÜG. Durch die Androhung der Untersagungs- und Verbotssanktion „soll der Bieter angehalten werden, seinen Verpflichtungen zur Information zügig und umfassend nachzukommen“⁸³. Der Zweck der Regelung des § 15 Abs. 1 WpÜG, einen Anreiz für den Bieter zur ordnungsgemäßen Erfüllung seiner Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt sowie gegenüber dem BAWe zu setzen, spricht insofern an sich für eine Anwendung auch auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien, als auch die Bieter-Zielgesellschaft nach dem Gesagten die entsprechenden Informationspflichten analog §§ 11 Abs. 2 WpÜG und § 2 AngVO, 14 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 WpÜG treffen.

Eine analoge Anwendung der Regelung des § 15 Abs. 1 WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien liefe indes dem Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes zuwider. Insoweit ist folgendes zu sehen. Die Untersagung eines Angebotes nach § 15 Abs. 1 WpÜG, an die § 15 Abs. 3 S. 1 WpÜG das Verbot der Veröffentlichung der Angebotsunterlage knüpft, stellt, verwaltungsrechtlich gesprochen, einen belastenden Verwaltungsakt dar, der den Bieter in seinem Grundrecht auf allgemeine Handlungsfreiheit gemäß Art. 2 Abs. 1 GG beschränkt⁸⁴ und insofern nach dem Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes einer ausdrücklichen gesetzlichen Ermächtigung bedarf⁸⁵. Die analoge Anwendung einer gesetzlichen Ermächtigung zum Erlaß belastender Verwaltungsakte auf von der Ermächtigung nicht gedeckte Sachverhalte durch den Gesetzesanwender widerspräche dem Prinzip des Gesetzesvorbehalts, das die Entscheidung über Inhalt, Gegenstand, Zweck und Ausmaß belastender Verwaltungsakte dem Gesetzgeber vorbehält⁸⁶. Der Exekutive ist es demgemäß im Bereich der Eingriffsverwaltung verwehrt, sich durch analoge Anwendung gesetzlicher Ermächtigungsgrundlagen selbst neue Eingriffstatbestände zu schaffen. Eine Analogie zu einer Ermächtigungsgrundlage für belastende Verwaltungsakte ist ausgeschlossen⁸⁷. Eine

⁸³ Begr. RegE zu § 15 Abs. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 45 re. Sp..

⁸⁴ Zur Anwendbarkeit des Art. 2 Abs. 1 GG auf inländische juristische Personen gemäß Art. 19 Abs. 3 GG vgl. nur BVerfGE 29, S. 260, 265f..

⁸⁵ Vgl. *Herzog*, a.a.O. (Fn.27); *Schmidt-Bleibtreu/Klein*, Kommentar zum Grundgesetz, 9. Auflage 1999, Art. 20 Rdz.26.

⁸⁶ Vgl. dazu bereits oben unter B.V..

⁸⁷ BVerfG NJW 1996, S. 3146; *Gusy*, DÖV 1992, S. 461, 464 li. Sp.; *Konzak*, NVwZ 1997, S. 872, 873; *Zuleeg*, JuS 1985, S. 106, 109 li. Sp.; ablehnend gegenüber einem allgemeinen Analogieverbot im Bereich der Eingriffsverwaltung *Sachs* in *Sachs* (Hrsg.), Grundgesetz, Kommentar, 2. Auflage 1999, vor Art. 1

analoge Anwendung des § 15 Abs. 1 WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien kommt demgemäß ebenso wenig in Betracht wie eine analoge Anwendung des § 15 Abs. 2 WpÜG⁸⁸.

§ 16 WpÜG trifft Regelungen hinsichtlich der Frist zur Annahme eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren (Abs. 1 bis 3) sowie zur Einberufung einer Hauptversammlung der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit einem Angebot nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage (Abs. 4). Die Regelungen des § 16 Abs. 3 und 4 WpÜG setzen nach dem oben Gesagten⁸⁹ ihrem Regelungsgehalt nach ersichtlich eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft voraus, weshalb eine analoge Anwendung auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot nicht in Betracht kommt. Auch eine analoge Anwendung des § 16 Abs. 2 WpÜG scheidet insoweit aus, da die Vorschrift ausschließlich Übernahmeangebote betrifft, Angebote zum entgeltlichen Rückerwerb eigener Aktien im Wege der Einzelrechtsnachfolge, namentlich aufgrund Hauptversammlungsermächtigung, aber nach dem Gesagten⁹⁰ wegen der Regelungen der §§ 71 Abs. 2 S. 1, 71b AktG nicht zum Erwerb der Kontrolle i.S. des § 29 Abs. 2 WpÜG führen können. In Betracht kommt danach allenfalls eine analoge Anwendung der Vorschrift des § 16 Abs. 1 WpÜG, die Vorgaben für die Frist zur Annahme eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren trifft. Insbesondere die Statuierung einer Mindest-Aannahmefrist von vier Wochen ab Veröffentlichung der Angebotsunterlage gemäß § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG soll ersichtlich den Adressaten eines Angebotes ermöglichen, unter Berücksichtigung der Angaben des Bieters in der Angebotsunterlage ohne Zeitdruck eine sachgerechte Entschließung zu treffen. Dieser Regelungsplan ließe eine Einbeziehung auch von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote erwarten. Gegen eine Beseitigung der insofern gegebenen planwidrigen Unvollständigkeit der Regelung durch ihre analoge Anwendung auf „Selbst-Angebote“ spricht indes, daß sich die in Rede stehenden Sachverhalte insofern unterscheiden, als im Fall der Dualität von Bieter und Zielgesellschaft die Angebotsadressaten bei ihrer Entscheidung nicht allein die Angaben des Bieters in der Angebotsunterlage, sondern überdies auch die Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft gemäß § 27 WpÜG zu berücksichtigen haben, deren Erarbeitung regelmäßig mindestens eine Woche in Anspruch nehmen dürfte. Ist

Rdz.112, Art. 20 Rdz.121; *ders.* in Stelkens/Bonk/Sachs (Hrsg.), *Verwaltungsverfahrensgesetz*, Kommentar, 6. Auflage 2001, § 44 Rdz.53; s. auch *Schwabe*, DVBl. 1997, S. 352f..

⁸⁸ A.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 15 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2593 li. Sp..

⁸⁹ Vgl. oben unter B.IV.2..

⁹⁰ Vgl. oben unter A..

die Zielgesellschaft selbst Bieter, ist für eine Stellungnahme der Verwaltung der Zielgesellschaft zu ihrem „eigenen“ Angebot hingegen kein Raum⁹¹. Eine Übertragung der Mindestannahmefrist von vier Wochen ab Veröffentlichung der Angebotsunterlage auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote, bei denen die Angebotsadressaten allein aufgrund der Angaben in der Angebotsunterlage entscheiden, erscheint insofern nicht sachgerecht⁹². Eine analoge Anwendung der Regelung des § 16 Abs. 1 WpÜG scheidet insoweit mithin mangels Vergleichbarkeit der in Rede stehenden Sachverhalte aus⁹³.

§ 17 WpÜG erklärt eine öffentliche auf den Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft gerichtete Aufforderung des Bieters zur Abgabe von Angeboten durch die Inhaber der Wertpapiere für unzulässig.

Eine derartige Regulierung (Verbot einer öffentlichen „*invitatio ad offerendum*“) ist, beiläufig bemerkt, international durchaus unüblich. So finden sich weder im österreichischen Übernahmegesetz (ÜbG) noch im schweizerischen Börsengesetz (BEHG) vergleichbare Bestimmungen. Das US-amerikanische Kapitalmarktrecht enthält für das Verfahren von „*tender offers by issuers*“ mit Rule 13e-4 zum Securities Exchange Act eine besondere Regulierung⁹⁴ und läßt als *invitatio ad offerendum* ausgestaltete Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien in diesem Zusammenhang sogar ausdrücklich zu (vgl. Rule 13e-4(a)(2): „The term ‚*issuer tender offer*‘ refers to a tender offer for, or a request or invitation for tenders of, any class of equity security, made by the issuer of such class of equity security or by an affiliate of such issuer“; Hervorhebung nicht im Original). Das englische Kapitalmarktrecht⁹⁵ verlangt für den Rückerwerb von Aktien einer Gattung im Wege der *tender offer*, daß das Angebot einen Höchstpreis oder einen festen Preis angibt (Paragraph 15.8 Satz 1 der Listing Rules der Financial Services Authority: „A tender offer must be made at a stated maximum price or at a fixed price“), was die Möglichkeit einer *invitatio ad offerendum* unter Angabe einer Preisspanne mit einem Mindest- und einem Höchstpreis einschließt.

Unmittelbar erfasst ist von der Regelung des § 17 WpÜG nach dem oben Gesagten allein eine nicht von der Zielgesellschaft selbst abgegebene *invitatio ad offerendum*. Eine analoge Anwendung der Vorschrift auf eine von der Zielgesellschaft selbst stammende öffentliche

⁹¹ Vgl. oben unter B.IV.2..

⁹² Vgl. *Kiem*, a.a.O. (Fn.1), S. 212 re. Sp., der - ähnlich wie in § 186 Abs. 1 S. 2 AktG vorgesehen - eine vierzehntägige Annahmefrist bei einem Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien als ausreichend erachtet.

⁹³ A.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 16 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 re. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

⁹⁴ Näher dazu unten unter D.I..

⁹⁵ Vgl. unten D.II..

Aufforderung zur Abgabe von Angeboten setzte eine diesbezügliche planwidrige Unvollständigkeit der Regelung des § 17 WpÜG voraus, an der es angesichts des von ihr verfolgten Schutzzwecks indes fehlt.

Das Verbot eines als bloße invitatio ad offerendum ausgestalteten Angebotes soll ausweislich der Gesetzesmaterialien zu § 17 WpÜG ebenso wie die Regelung des § 3 Abs. 4 S. 2 WpÜG, nach der die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit behindert werden darf, einem angemessenen Interessenausgleich zwischen Bieter und Zielgesellschaft dienen⁹⁶. Einem Bieter soll es nach dem Willen des Gesetzgebers verwehrt sein, durch Abgabe eines als unverbindliche invitatio ad offerendum ausgestalteten Angebotes die „gravierende(n) Folgen für das Zielunternehmen, dessen Management und die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft“ auszulösen, die aus einem Angebot regelmäßig resultieren. Hingewiesen wird insoweit darauf, daß ein Angebot zu einer u.U. erheblichen Veränderung des Börsenkurses führe. Überdies sei das Management zur Abgabe einer Stellungnahme zu dem Angebot verpflichtet, die die Auswirkungen des Angebotes auf die Zielgesellschaft darzustellen und zu beurteilen habe⁹⁷. Daß die Regelung des § 17 WpÜG von der Zielgesellschaft selbst stammende Aufforderungen zur Abgabe von Angeboten nicht erfasst, erscheint vor dem Hintergrund ihres Normzwecks insofern nicht als planwidrige Unvollständigkeit, als es eines Interessenausgleichs zwischen Bieter und Zielgesellschaft nicht bedarf, wenn und weil ein als invitatio ad offerendum ausgestaltetes Angebot von der Zielgesellschaft selbst abgegeben wird. Zwar mag auch ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot zum Erwerb eigener Aktien oder eine von der Zielgesellschaft selbst stammende Aufforderung zur Abgabe von Angeboten erhebliche Auswirkungen auf den Börsenkurs der Aktie der Zielgesellschaft haben⁹⁸, wenn auch aus anderen Gründen als ein Angebot oder eine invitatio ad offerendum eines von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieters. Eine Behinderung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft durch ein von ihr selbst abgegebenes Angebot oder durch eine von ihr selbst stammende invitatio ad offerendum kommt indes nicht in Betracht, namentlich insofern nicht, als Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft nach dem oben Gesagten⁹⁹ durch die Regelung des § 27 WpÜG schlechterdings kaum zur Abgabe einer Stellungnahme zu ihrem „eigenen“ Angebot verpflichtet sein können. Mangels planwidriger Unvollständigkeit der Regelung des § 17 WpÜG im Hinblick auf die Nichterfassung von Aufforderungen zur Abgabe von Angeboten

⁹⁶ Begr. RegE zu § 17 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 47 re. Sp..

⁹⁷ Begr. RegE zu § 17 WpÜG, a.a.O. (vorige Fn.).

⁹⁸ Vgl. oben zu § 10 WpÜG.

⁹⁹ Vgl. oben unter B.IV.2..

seitens der Zielgesellschaft selbst scheidet eine diesbezügliche analoge Anwendung der Vorschrift mithin aus¹⁰⁰.

Dem lässt sich auch nicht entgegenhalten, eine Anwendung des § 17 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ sei um der „Vermeidung einer Wettbewerbsverzerrung zwischen miteinander konkurrierenden öffentlichen Angeboten“ willen geboten¹⁰¹. Ein öffentliches Angebot der Zielgesellschaft zum Rückerwerb eigener Aktien wird nicht notwendigerweise und nicht einmal regelmäßig mit dem Angebot eines Dritten konkurrieren¹⁰². Jedenfalls bei einem Aktienrückerwerb aufgrund Hauptversammlungsermächtigung und zum Zwecke der Kurspflege und/oder zur Ausschüttung nicht betriebsnotwendigen Vermögens kommt ein derartiges „Wettbewerbsverhältnis“ nicht in Betracht. Hiervon abgesehen setzt eine analoge Anwendung von Regelungen des WpÜG auf „Selbst-Angebote“ eine planwidrige Unvollständigkeit der betreffenden Bestimmung gemessen an ihrem Regelungsplan voraus. Nur soweit eine Regelung - wie namentlich etwa die Vorschrift des § 22 Abs. 2 S. 1 WpÜG - bezweckt, für konkurrierende Angebote gleiche Rahmenbedingungen zu schaffen, ist unter dem Gesichtspunkt der Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen Raum für eine analoge Anwendung von Bestimmungen des WpÜG auf „Selbst-Angebote“. Die Vorschrift des § 17 WpÜG indes dient nach dem Gesagten allein dem Schutz der Zielgesellschaft, weshalb unter dem Aspekt der Vermeidung von „Wettbewerbsverzerrungen“ für eine analoge Anwendung der Bestimmung kein Raum ist. Vergleichbares gilt im übrigen auch hinsichtlich der Regelungen der §§ 13, 16, 18, 21, 23, 24 und 28 WpÜG¹⁰³, die ebenfalls nicht der Schaffung gleicher Rahmenbedingungen für konkurrierende Angebote zu dienen bestimmt sind.

Die Regelung des § 17 WpÜG steht der aktienrechtlich unter dem Aspekt des Gleichbehandlungsgebotes unbedenklichen¹⁰⁴ Vorbereitung des Rückerwerbs eigener Aktien durch Aufforderung an die Aktionäre zur Abgabe von Veräußerungsangeboten innerhalb einer seitens der Gesellschaft vorgegebenen Preisspanne¹⁰⁵ mithin nicht entgegen. Im Falle eines derartigen als *invitatio ad offerendum* ausgestalteten Angebotes hat es naturgemäß bei

¹⁰⁰ Vgl. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 420, 424 re. Sp.; *ders.*, Stellungnahme zum RegE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 1736, 1736 re. Sp., 1737 re. Sp.; a.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 17 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹⁰¹ So aber *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹⁰² Vgl. bereits oben unter B.III..

¹⁰³ A.A. *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 818f..

¹⁰⁴ Vgl. Begr. RegE KonTraG zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, BT-Drucks. 13/9712, S. 13 re. Sp.; *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 244; *Kindl*, a.a.O. (Fn.1), S. 1279 li. Sp.; *Kraft/Altwater*, a.a.O. (Fn.16) S. 449f.; *O. Peltzer*, a.a.O. (Fn.16), S. 329 li. Sp.; *Wastl*, a.a.O. (Fn.16), S. 464 li. Sp.; *Wastl/Wagner/Lau*, a.a.O. (Fn.1), S. 135f..

¹⁰⁵ Sog. *Dutch auction tender offer*; vgl. *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 76f.; *Hampel*, a.a.O. (Fn.1), S. 14ff.; *Huber*, a.a.O. (Fn.1), S. 115; *Kindl*, a.a.O. (Fn.1), S. 1279 li. Sp.; *Kopp*, a.a.O. (Fn.1), S. 37f.; *Posner*, a.a.O. (Fn.47), S. 317; *Wastl/Wagner/Lau*, a.a.O. (Fn.1), S. 26f..

einer Angabe der Preisspanne in der Angebotsunterlage sein Bewenden; die Angabe einer fixen Höhe der gebotenen Gegenleistung analog § 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 4 WpÜG kommt nicht in Betracht.

§ 18 WpÜG begrenzt die Möglichkeiten des Bieters zur Abgabe eines bedingten Angebotes und verbietet überdies Angebote, die mit einem Widerrufs- oder Rücktrittsvorbehalt versehen sind. Dem liegt im Grundsatz dieselbe Erwägung zugrunde wie dem Verbot der *invitatio ad offerendum* gemäß § 17 WpÜG. Dem Bieter soll die mit einem Angebot verbundene Behinderung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft grundsätzlich nur gestattet sein, wenn er selbst ein rechtlich bindendes Angebot abgibt¹⁰⁶. Bedingte Angebote sollen demgemäß nur unter engen Voraussetzungen, Angebote unter Widerrufs- oder Rücktrittsvorbehalt gar nicht in Betracht kommen. Eine analoge Anwendung der Regelung des § 18 WpÜG auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien kommt angesichts des der ratio des § 17 WpÜG entsprechenden Schutzzwecks der Norm, einen Interessenausgleich zwischen Bieter und Zielgesellschaft zu gewährleisten, ebenso wenig in Betracht wie nach dem vorstehend Gesagten eine analoge Anwendung des § 17 WpÜG¹⁰⁷.

Die Regelung des § 19 WpÜG verpflichtet den Bieter bei einem „überzeichneten“ Teilangebot, die Annahmeerklärungen „grundsätzlich verhältnismäßig zu berücksichtigen.“ Daß diese Regelung, die einen Ausfluß des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes gemäß § 3 Abs. 1 WpÜG darstellt, Teilangebote der Zielgesellschaft selbst zum Erwerb eigener Aktien nicht erfasst, stellt sich insofern nicht als planwidrige Unvollständigkeit des Gesetzes dar, als die Zielgesellschaft - nach der Definition des § 2 Abs. 3 WpÜG eine Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz im Inland - bei einem von ihr selbst abgegebenen Angebot zum Erwerb eigener Aktien, insbesondere aufgrund Hauptversammlungsermächtigung, bereits aktienrechtlich gemäß §§ 278 Abs. 3, 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3, 53a AktG zur Gleichbehandlung der Adressaten des Angebotes verpflichtet ist¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Vgl. Begr. RegE zu § 18 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 47f..

¹⁰⁷ Vgl. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 424 re. Sp.; *ders.*, Stellungnahme zum RegE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 1736 re. Sp., 1737 re. Sp.; a.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 18 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹⁰⁸ Vgl. Begr. RegE KonTraG zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, BT-Drucks. 13/9712, S. 13 re. Sp.; *Kiem*, a.a.O. (Fn.1) S. 213 li. Sp.; zur Geltung des § 53a AktG bei der KGaA s. *Semler/Perlitt* in *Münchener Kommentar zum AktG*, Band 8, 2. Auflage 2000, § 278 Rdz.267.

Eine analoge Anwendung der Regelung des § 19 WpÜG auf diesen Fall kommt demgemäß nicht in Betracht¹⁰⁹.

Die Regelung des § 20 WpÜG setzt nach dem oben Gesagten¹¹⁰ ihrem Regelungsgehalt nach eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft voraus. Eine analoge Anwendung auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote scheidet insofern aus.

§ 21 WpÜG regelt Angebotsänderungen.

§ 21 Abs. 1 WpÜG begrenzt die Möglichkeiten des Bieters, sein Angebot zu ändern. Zulässig sind danach allein Änderungen, welche die Rechtsstellung der Angebotsadressaten verbessern¹¹¹, indem sie namentlich zu einer Verbesserung des Angebotes in Gestalt einer erhöhten Gegenleistung führen (Nr. 1), den Adressaten über das ursprüngliche Angebot hinausgehende Handlungsmöglichkeiten eröffnen (Nr. 2) oder eine verstärkte rechtliche Bindung des Bieters an das Angebot mit sich bringen (Nr. 3 und 4). Zweck der Regelung ist ersichtlich, den Bieter an sein einmal abgegebenes Angebot insofern zu binden, als ihm eine Angebotsänderung nur „zugunsten“ der Angebotsadressaten gestattet wird. Die Vorschrift ist mithin offenbar ebenso wie die oben angesprochenen Bestimmungen der §§ 3 Abs. 4 S. 2, 17 und 18 WpÜG einem angemessenen Interessenausgleich zwischen Bieter und Zielgesellschaft zu dienen bestimmt. Dem Bieter soll eine Behinderung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft durch ein Angebot nur dann gestattet werden, wenn er sich selbst an einem einmal abgegebenen Angebot insofern festhalten lassen muß, als ihm eine nachträgliche Änderung der Konditionen des Angebotes „zuungunsten“ der Angebotsadressaten verwehrt ist. Ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot ist indes nach dem Gesagten nicht geeignet, die Gesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit zu behindern. Die Nichteinbeziehung derartiger Angebote stellt sich aus diesem Grunde nicht als planwidrige Unvollständigkeit der Regelung des § 21 Abs. 1 WpÜG dar. Mangels Gesetzeslücke scheidet damit eine analoge Anwendung der Vorschrift insoweit aus¹¹².

§ 21 Abs. 2 WpÜG verpflichtet den Bieter, Änderungen des Angebotes unverzüglich in der durch § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG vorgesehenen Weise zu veröffentlichen (§ 21 Abs. 2 S. 1 WpÜG), dem BAWe einen Beleg über die Veröffentlichung zu übermitteln sowie die

¹⁰⁹ Ebenso im Ergebnis - unter Hinweis auf die „vorgehende“ Regelung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 bis 5 AktG - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹¹⁰ Vgl. oben unter B.IV.2..

¹¹¹ Vgl. Begr. RegE zu § 21 Abs. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 49 li. Sp..

¹¹² A.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 21 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

Änderung unmittelbar nach Veröffentlichung dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln (§ 21 Abs. 2 S. 2 i.V.m. § 14 Abs. 3 S. 2, Abs. 4 WpÜG). Letztere Bestimmung setzt nach dem Gesagten¹¹³ ersichtlich ihrem Regelungsgehalt nach eine Dualität von Bieter und Zielgesellschaft voraus, weshalb eine analoge Anwendung auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot ausscheidet. Die Pflicht zur Veröffentlichung der Änderung des Angebotes nach § 21 Abs. 2 S. 1 WpÜG dient der Gewährleistung einer hinreichenden Informationsgrundlage für die Angebotsadressaten, derer sie nach dem Gesagten unabhängig davon bedürfen, ob ein Angebot von einem von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieter oder aber von der Zielgesellschaft selbst stammt. Eine analoge Anwendung der Vorschrift auf „Selbst-Angebote“ kommt gleichwohl ebenso wenig in Betracht wie eine analoge Anwendung des § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG, da die Bieter-Zielgesellschaft als börsennotierte (Publikums-) Gesellschaft (vgl. § 1 WpÜG) bereits aufgrund des Gleichbehandlungsgebots verpflichtet ist, Änderungen eines Angebotes zum Rückwerb eigener Aktien in öffentlich zugänglichen Medien zu publizieren¹¹⁴. Damit scheidet zugleich eine Übersendungspflicht des Bieters gegenüber dem BAWe analog § 21 Abs. 2 S. 2 i.V.m. § 14 Abs. 3 S. 2 WpÜG aus.

§ 21 Abs. 3 WpÜG verweist wegen des Inhaltes der zu veröffentlichenden geänderten Angebotsunterlage, der Haftung für die Unterlage, der Finanzierung des geänderten Angebotes sowie der Untersagung des Angebotes auf die Regelungen der §§ 11 Abs. 1 S. 2 bis 5, Abs. 3; 12, 13 und 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG. Die obigen Ausführungen zur analogen Anwendung dieser Vorschriften auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote zum Rückwerb eigener Aktien gelten insoweit entsprechend.

§ 21 Abs. 4 WpÜG räumt den Angebotsadressaten, die das Angebot vor Veröffentlichung einer Änderung nach § 21 Abs. 2 WpÜG bereits angenommen haben, ein gesetzliches Rücktrittsrecht ein¹¹⁵. Eines derartigen Schutzes bedürfen die Adressaten eines von der Zielgesellschaft selbst abgegebenen Angebotes erst recht, da der Bieter-Zielgesellschaft insoweit eine Veränderung der Konditionen des Angebotes „zuungunsten“ der Angebotsadressaten nach hier vertretener Auffassung mangels analoger Anwendbarkeit des § 21 Abs. 1 WpÜG nicht verwehrt ist. Die insoweit gegebene Lücke der auf „Selbst-Angebote“ der Zielgesellschaft nicht unmittelbar anwendbaren Vorschrift des § 21 Abs. 4 WpÜG ist daher durch ihre entsprechende Anwendung auf diesen Fall zu schließen.

¹¹³ Vgl. oben unter B.IV.2..

¹¹⁴ A.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 21 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹¹⁵ Vgl. Begr. RegE zu § 21 Abs. 4 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 49 re. Sp.

Eine analoge Anwendung der Regelung des § 21 Abs. 5 S. 1 WpÜG, die für den Fall einer Angebotsänderung innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Annahmefrist eine Verlängerung der Annahmefrist um zwei Wochen anordnet, auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote kommt demgegenüber mangels Vergleichbarkeit der Sachverhalte ebenso wenig in Betracht wie nach dem oben Gesagten eine analoge Anwendung der Regelung des § 16 Abs. 1 WpÜG. Insoweit ist wiederum zu sehen, daß bei Dualität von Bieter und Zielgesellschaft die Verwaltung der Zielgesellschaft gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG eine Stellungnahme zu jeder Änderung des Angebotes abzugeben hat, die die Angebotsadressaten sodann bei ihrer Entscheidungsfindung neben den Angaben des Bieters zu der Änderung des Angebotes zu berücksichtigen haben. Bei einem von der Zielgesellschaft selbst abgegebenen Angebot entfällt die Stellungnahme der Verwaltung zu dem Angebot sowie zu einer Änderung des Angebotes, weshalb es hier nicht derselben „Bedenkzeit“ der Angebotsadressaten bedarf wie im Falle der Dualität von Bieter und Zielgesellschaft.

Die Regelung des § 21 Abs. 5 S. 2 WpÜG ordnet gleichfalls eine Verlängerung der Annahmefrist um zwei Wochen für den Fall an, daß ein geändertes Angebot gegen Rechtsvorschriften verstößt. Hierdurch soll vermieden werden, „daß ein Streit über die Zulässigkeit eines geänderten Angebots am Markt Unklarheiten über die Annahmefrist auslöst“¹¹⁶. Dieser Regelungszweck spricht für eine analoge Anwendung der Vorschrift auf den Fall eines von der Zielgesellschaft selbst abgegebenen Angebotes.

Das in § 21 Abs. 6 WpÜG normierte Verbot einer weiteren Änderung des Angebotes nach einer Angebotsänderung innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Angebotsfrist sowie nach einer gegen Rechtsvorschriften verstößenden Angebotsänderung, die jeweils gemäß § 21 Abs. 5 WpÜG zu einer zweiwöchigen Verlängerung der Annahmefrist führt, soll vermeiden, daß die Verlängerung der Annahmefrist „vom Bieter als Mittel eingesetzt wird, durch mehrfache Änderungen des Angebots die Zielgesellschaft über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit zu behindern“¹¹⁷. Die Nichteinbeziehung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote stellt sich angesichts dieses Regelungsplans der Vorschrift insofern nicht als planwidrige Unvollständigkeit des Gesetzes dar, als eine Behinderung der Zielgesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit durch ein von ihr selbst abgegebenes Angebot nicht in Betracht kommt. Mangels Gesetzeslücke scheidet eine analoge Anwendung des § 21 Abs. 6 WpÜG insoweit mithin aus.

¹¹⁶ Begr. RegE zu § 21 Abs. 5 S. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 li. Sp..

¹¹⁷ Begr. RegE zu § 21 Abs. 6 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 li. Sp..

Die Regelung des § 22 WpÜG betrifft konkurrierende Angebote, d.h. nach der Legaldefinition des § 22 Abs. 1 WpÜG solche, die während der Annahmefrist eines Angebots von einem Dritten abgegeben werden.

§ 22 Abs. 2 S. 1 WpÜG ordnet insoweit für den Fall, daß die Annahmefrist für das Angebot vor Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot abläuft, eine Verlängerung der Annahmefrist des ursprünglichen Angebotes bis zum - regelmäßig späteren - Ende der Annahmefrist des konkurrierenden Angebotes an, welches den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft „neben der Annahme oder Ablehnung des ursprünglichen Angebotes eine weitere Entscheidungsmöglichkeit eröffnet“¹¹⁸. Hierdurch sollen für „beide Angebote gleiche Rahmenbedingungen“ geschaffen werden¹¹⁹. Dieser Normzweck geböte an sich die Einbeziehung auch von der Zielgesellschaft selbst abgegebener - ursprünglicher oder konkurrierender - Angebote. Auch wenn eines von zwei auf den Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft gerichteten Angeboten von der Zielgesellschaft selbst stammt, treten die beiden Angebote insofern in Konkurrenz zueinander, als auch in diesem Fall den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft eine zusätzliche Entscheidungsmöglichkeit eröffnet wird - weshalb der Vorstand der Zielgesellschaft ein mit einem ursprünglichen, d.h. zeitlich vorausgehenden Übernahmeangebot konkurrierendes Angebot zum Erwerb eigener Aktien nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG vorbehaltlich der Voraussetzungen des § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG oder einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung nach § 33 Abs. 2 WpÜG nicht abgeben darf, sofern dadurch der Erfolg des ursprünglichen Angebotes verhindert werden könnte¹²⁰, was allerdings bereits angesichts des begrenzten Erwerbs- und Bestandsvolumens (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG) häufig nicht der Fall sein wird¹²¹. Die insofern gegebene Vergleichbarkeit des gesetzlich geregelten Sachverhaltes und des von der gesetzlichen Regelung unmittelbar nicht erfassten Sachverhaltes spricht dafür, die demgemäß gegebene Regelungslücke durch analoge Anwendung des § 22 Abs. 2 S. 1 WpÜG auf den Fall von der Zielgesellschaft selbst abgegebener - ursprünglicher oder konkurrierender - Angebote zu schließen¹²², um auf diese Weise ebenso wie bei konkurrierenden Angeboten, die jeweils von einem von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieter abgegeben wurden, „für beide Angebote gleiche Rahmenbedingungen zu schaffen“. „Dritter“ i.S. des § 22 Abs. 1

¹¹⁸ Begr. RegE zu § 22 Abs. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 li. Sp..

¹¹⁹ Begr. RegE zu § 22 Abs. 2 S. 1 WpÜG, a.a.O. (vorige Fn.).

¹²⁰ Vgl. *Bezzemberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.53; *Oechsler* in *Lange/Wall* (Hrsg.), *Risikomanagement nach dem KonTraG*, 2001, § 1 Rdz. 286.

¹²¹ Vgl. oben unter B.III..

¹²² Ebenso im Ergebnis, allerdings unmittelbare Anwendbarkeit des § 22 WpÜG annehmend *Fleischer/Körper*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 re. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

WpÜG kann demgemäß in entsprechender Anwendung der Vorschrift auch die Zielgesellschaft selbst sein.

Der Ablauf der Annahmefrist des zuerst abgegebenen Angebotes bestimmt sich nach § 22 Abs. 2 S. 2 WpÜG auch dann nach dem Ablauf der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot, wenn letzteres geändert oder untersagt wird oder gegen Rechtsvorschriften verstößt. „Hierdurch soll vermieden werden, daß Streitigkeiten über nicht ordnungsgemäß konkurrierende Angebote zu Zweifelsfragen bei der Bestimmung des Ablaufs der Annahmefrist des ursprünglichen Angebots führen“¹²³. Ein Bedürfnis hierfür besteht unabhängig davon, ob ursprüngliches und konkurrierendes Angebot jeweils von einem von der Zielgesellschaft verschiedenen Bieter stammen oder aber eines der Angebote von der Zielgesellschaft selbst abgegeben wurde. Die insoweit gegebene Regelungslücke ist mithin durch analoge Anwendung der Vorschrift auf den letztgenannten Fall zu schließen¹²⁴.

§ 22 Abs. 3 WpÜG räumt Inhabern von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die das Angebot vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebotes angenommen haben, ein gesetzliches Rücktrittsrecht bis zum Ablauf der - nach § 22 Abs. 2 WpÜG zu bestimmenden - Annahmefrist ein¹²⁵. Damit wird auch solchen Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft, die sich vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage eines konkurrierenden Angebotes bereits zur Veräußerung ihrer Wertpapiere an den ursprünglichen Bieter entschlossen haben, die mithin ihre Entscheidung bereits getroffen haben und folglich durch die Veröffentlichung eines konkurrierenden Angebotes keine „weitere Entscheidungsmöglichkeit“ erlangen, die Möglichkeit eröffnet, „an Stelle des ursprünglichen Angebots das konkurrierende Angebot anzunehmen“¹²⁶. Daß den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft auch dann, wenn eines der miteinander konkurrierenden Angebote von der Zielgesellschaft selbst stammt, durch Veröffentlichung des konkurrierenden Angebotes eine „weitere Entscheidungsmöglichkeit“ eröffnet wird, spricht dafür, die mangels Einbeziehung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener - ursprünglicher oder konkurrierender - Angebote in die Regelung des § 22 Abs. 3 WpÜG vorhandene Regelungslücke durch analoge Anwendung der Vorschrift auf diesen Fall zu schließen¹²⁷.

¹²³ Begr. RegE zu § 22 Abs. 2 S. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 li. Sp..

¹²⁴ Ebenso im Ergebnis, allerdings unmittelbare Anwendbarkeit des § 22 WpÜG annehmend *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 re. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹²⁵ Vgl. Begr. RegE zu § 22 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50f..

¹²⁶ Begr. RegE zu § 22 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 re. Sp..

¹²⁷ Ebenso im Ergebnis, allerdings unmittelbare Anwendbarkeit des § 22 WpÜG annehmend *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 re. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

Die Vorschriften des § 23 WpÜG betreffen Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe eines Angebotes.

§ 23 Abs. 2 WpÜG regelt Veröffentlichungspflichten im Zusammenhang mit Übernahme- und Pflichtangeboten. Eine analoge Anwendung der Vorschrift auf Angebote der Zielgesellschaft selbst zum entgeltlichen Rückerwerb eigener Aktien im Wege der Einzelrechtsnachfolge gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3, 7 und 8 AktG, namentlich also aufgrund Hauptversammlungsermächtigung, kommt dem Regelungsgehalt der Vorschrift nach demgemäß mit Blick auf die 10%-Bestandsgrenze nach § 71 Abs. 2 S. 1 AktG sowie die Regelung des § 71b AktG nicht in Betracht¹²⁸. Entsprechendes gilt hinsichtlich der Regelung des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpÜG¹²⁹, die den Bieter zur Veröffentlichung namentlich der Höhe seines Wertpapier- und Stimmrechtsbestands an der Zielgesellschaft „nach Ablauf der weiteren Annahmefrist“ verpflichtet, die allein bei Übernahmeangeboten vorgesehen ist, § 16 Abs. 2 WpÜG¹³⁰.

In Betracht zu ziehen ist demnach allein eine analoge Anwendung der Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebotes gemäß § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und 2 WpÜG. Zweck dieser Veröffentlichungspflichten ist es, „während des Verfahrens am Markt Transparenz über die Beteiligung des Bieters, der mit ihm gemeinsam handelnden Personen und deren Tochtergesellschaften an der Zielgesellschaft sowie über die Akzeptanz des Angebotes zu schaffen“¹³¹. Die insoweit gemäß § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage während des Laufs der Annahmefrist bestehende Veröffentlichungspflicht des Bieters hinsichtlich der aktuellen Höhe seines Wertpapier- und Stimmrechtsbestands an der Zielgesellschaft sowie hinsichtlich der sich aus den ihm zugegangenen Annahmeerklärungen ergebenden Anzahl der Wertpapiere einschließlich der Höhe der Wertpapier- und Stimmrechtsanteile bezweckt, den „Angebotsempfängern ein umfassendes Bild über die Beteiligungsverhältnisse zu verschaffen“ sowie ihnen einen „Überblick über die Akzeptanz des Angebots“ zu vermitteln. Insoweit trägt namentlich die Statuierung einer täglichen Informationspflicht des Bieters „in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist (...) dem Umstand Rechnung, daß ein Großteil der Wertpapierinhaber, insbesondere die institutionellen Investoren, regelmäßig erst sehr kurz vor Ablauf der Frist

¹²⁸ A.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 23 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹²⁹ A.A. *Oechsler*, a.a.O. (vorige Fn.).

¹³⁰ Vgl. Begr. RegE zu § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 re. Sp..

¹³¹ Begr. RegE zu § 23 Abs. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 re. Sp..

eine Entscheidung über die Annahme des Angebots treffen¹³². Durch die neben der Informationspflicht während des Laufes der Annahmefrist gemäß § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG vorgesehene Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht des Bieters nach Ablauf der Annahmefrist gemäß § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG „soll der Markt unverzüglich über den endgültigen Ausgang des Angebotsverfahrens informiert werden“¹³³.

Die kontinuierliche Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht des Bieters nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG hinsichtlich der Akzeptanz eines Angebotes mit fortschreitendem Verstreichen der Annahmefrist in Form von diesbezüglichen „Wasserstandsmeldungen“¹³⁴ soll vornehmlich Informationsasymmetrien zwischen Bieter und Angebotsadressaten verhindern, die geeignet sein können, die Aktionäre der Zielgesellschaft bei einem Übernahmeangebot zu einer Veräußerung ihrer Aktien zu einem zu geringen Preis zu veranlassen. Der Bieter soll insoweit keinen Nutzen aus der mangelnden Koordination der Aktionäre einer (überwiegend) in Streubesitz befindlichen Zielgesellschaft dergestalt ziehen können, daß die Adressaten eines Übernahmeangebotes, die sich bei mangelnder Kenntnis vom Verhalten der Mitaktionäre in einer dem sog. Gefangenendilemma vergleichbaren Situation befinden¹³⁵, ihre Aktien ohne Rücksicht auf die Angemessenheit der vom Bieter angebotenen Gegenleistung nur deshalb veräußern, weil sie nicht nach geglückter Übernahme als Minderheitsaktionäre in einer fortan fremden Unternehmensinteressen untergeordneten Gesellschaft mit wenig liquider Aktie verbleiben wollen und sich insofern einem Verkaufsdruck ausgesetzt sehen¹³⁶. Dieser Regelungshintergrund der dem Bieter durch die Vorschrift des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG auferlegten „Wasserstandsmeldungen“ ist nun aber weder bei freiwilligen Angeboten i.S. des WpÜG¹³⁷ noch namentlich bei einem öffentlichen Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien notwendig gegeben. Ob die Angebotsadressaten bei einem „Selbst-Angebot“ ähnlich wie bei einem Übernahmeangebot einem Verkaufsdruck ausgesetzt sind, hängt davon ab, ob sie sich in einem Entscheidungskonflikt dergestalt befinden, daß sie bei einer Ablehnung des Angebotes potenziell Nachteile zu gewärtigen haben, sich über die Wahrscheinlichkeit des Eintretens

¹³² Begr. RegE zu § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 re. Sp..

¹³³ Begr. RegE zu § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 re. Sp..

¹³⁴ *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 426 li. Sp.; *Witt*, NZG 2000, S. 809, 810 li. Sp..

¹³⁵ Vgl. *Lüttmann*, a.a.O. (Fn.21), S. 38ff., 73ff.; *Witt*, Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, 1998, S. 82ff..

¹³⁶ Vgl. *Witt*, NZG 2000, S. 809, 812 li. Sp., 813; *ders.*, Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, 1998, S. 93ff..

¹³⁷ Vgl. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 426 li. Sp.; *ders.*, Stellungnahme zum RegE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 1736 re. Sp..

solcher Nachteile aber mangels Kenntnis vom Verhalten der Mitaktionäre und daraus folgender Ungewissheit hinsichtlich des Ausgangs des Angebotsverfahrens nicht im klaren sind. Ein Verkaufsdruck kann jedenfalls nur dann entstehen, wenn die Ablehnung des Angebotes für die Adressaten potenzielle Nachteile mit sich bringen kann. Bei einem Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien ist dies nicht notwendigerweise der Fall. Maßgeblich ist insoweit, welchem Zweck ein mittels öffentlichen Angebots angestrebter Aktienrückerwerb im Einzelfall zu dienen bestimmt ist¹³⁸.

Verfolgt die Bieter-Zielgesellschaft mit einem Aktienrückerwerb vermittels öffentlichem Angebot etwa den Zweck, den Kurs der aus Sicht des Managements unterbewerteten Aktie positiv zu beeinflussen oder nichtbetriebsnotwendiges Vermögen an die Aktionäre auszuschütten¹³⁹, ist ein Verkaufsdruck auf die Angebotsadressaten nicht ersichtlich¹⁴⁰. Dies gilt auch dann, wenn ein derartiges Angebot - wie aktienrechtlich namentlich im Falle des Rückerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsermächtigung geboten, §§ 71 Abs.1 Nr. 8 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG - ein Erwerbslimit enthält sowie mit einer kurzen Annahmefrist versehen ist¹⁴¹. Bei Ablehnung des Angebotes drohen den Angebotsadressaten namentlich im Falle eines Rückkaufprogramms zur Kurspflege insofern keine Nachteile, als sie bei Verbleib in der Gesellschaft zwar u.U. auf eine Prämie auf den aktuellen Börsenkurs verzichten, dafür aber an einer kurzfristig infolge eines Rückkaufprogramms zu erwartenden Kurssteigerung sowie allgemein an etwaigen künftigen Kurssteigerungen aus anderen Gründen partizipieren. Entsprechendes gilt hinsichtlich eines beabsichtigten Aktienrückerwerbs, der der Beschaffung eigener Aktien zur Verwendung als Akquisitionswährung zu dienen bestimmt ist¹⁴². Die Angebotsadressaten befinden sich in diesen Fällen nicht in einer dem Gefangenendilemma vergleichbaren Situation. Da sie bei einer Ablehnung des Angebotes unabhängig vom Ausgang des Angebotsverfahrens keine Nachteile zu gewärtigen haben, bedürfen sie keiner Information über den Akzeptanzgrad des

¹³⁸ Überblick über Motive für Aktienrückkäufe bei *Achleitner*, a.a.O. (Fn.1), S. 334ff.; *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 49ff.; *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.73ff.; *Huber*, a.a.O. (Fn.1), S. 105ff.; *Kröner/Hadzic*, DB 1998, S. 2133, 2133; *Wastl/Wagner/Lau*, a.a.O. (Fn.1), S. 29ff.

¹³⁹ Zu diesem Zweck von Aktienrückkäufen vgl. *Achleitner*, a.a.O. (Fn.1), S. 335; *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 49ff.; *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.73ff.; *Huber*, a.a.O. (Fn.1), S. 106; *Kröner/Hadzic*, a.a.O. (Fn.138), S. 2133 li. Sp..

¹⁴⁰ *Winner/Gall*, a.a.O. (Fn.55), S. 3f..

¹⁴¹ A.A. offenbar *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 li. Sp..

¹⁴² Vgl. zu diesem denkbaren Zweck eines Rückerwerbs eigener Aktien *Achleitner*, a.a.O. (Fn.1), S. 336; *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 66f.; *Kröner/Hadzic*, a.a.O. (Fn.138), S. 2133 li. Sp..

Angebotes im Verlauf der Annahmefrist. Für eine analoge Anwendung der Regelung des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG ist damit insoweit kein Raum¹⁴³.

Eine andere Beurteilung wäre allerdings dann geboten, wenn eine Zielgesellschaft mit einem Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien die Abwehr eines laufenden Übernahmeversuchs bezweckt, was allerdings nach dem Gesagten angesichts der Begrenzung des Erwerbs- und Bestandsvolumens gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1, Abs. 2 S. 1 AktG praktisch nur selten in Betracht kommen dürfte. In diesem Fall bedürfen die Aktionäre der Zielgesellschaft für eine rationale Entscheidung der Information über den jeweiligen Akzeptanzgrad der miteinander konkurrierenden Angebote. Aus diesem Grunde ist in einem solchen Fall eine analoge Anwendung der Regelung des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG geboten¹⁴⁴. Eine Mitteilungspflicht des Bieters gegenüber dem BAWe kommt allerdings insoweit nicht in Betracht. Die Mitteilungspflicht des Bieters gegenüber dem BAWe nach § 23 Abs. 1 S. 1 WpÜG ist ersichtlich vor dem Hintergrund der Überwachungsaufgabe des BAWe zu sehen, zu dessen Durchsetzung das BAWe an sich Verfügungen nach § 40 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG treffen kann. Bei „Selbst-Angeboten“ fehlt es an einer entsprechenden Kompetenz des BAWe, weshalb eine Verpflichtung des Bieters zur Information des BAWe als bloßer Formalismus erschiene. Auf die entsprechenden Ausführungen zu § 10 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 und Abs. 4 S. 1 2. Alt. WpÜG ist zu verweisen.

Eine analoge Anwendung des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG erscheint ferner etwa auch dann angezeigt, wenn die Bieter-Zielgesellschaft mit dem Rückerwerb ausstehender Aktien mittels öffentlichen Angebots eine Eliminierung in Streubesitz befindlicher Aktienbestände¹⁴⁵, namentlich auch zur Vorbereitung eines Rückzugs von der Börse¹⁴⁶, bezweckt. In der Gesellschaft verbleibende Minderheitsaktionäre haben in diesem Fall bei Ablehnung des Angebotes insofern Nachteile zu gewärtigen, als die - möglicherweise ohnehin bereits geringe - Liquidität der Aktie weiter gemindert wird. Überdies droht etwa bei einem im Anschluß an den Aktienrückerwerb beabsichtigten und ex ante angekündigten regulären Delisting gemäß § 43 Abs. 4 BörsG i.V.m. (beispielsweise) § 54a Börsenordnung FWB der Preis des nach

¹⁴³ A.A. - generelle unmittelbare Anwendbarkeit des § 23 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹⁴⁴ Ebenso im Ergebnis, allerdings unmittelbare Anwendbarkeit des § 23 WpÜG annehmend *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹⁴⁵ Vgl. dazu *Achleitner*, a.a.O. (Fn.1), S. 338; *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 65; *Kopp*, a.a.O. (Fn.1), S. 40f..

¹⁴⁶ Vgl. dazu *Beermann/Masucci*, *FinanzBetrieb* 2000, S. 705, 707 re. Sp.; *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 li. Sp.; *Kübler*, *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, 1989, S. 44; *Winner/Gall*, a.a.O. (Fn.55), S. 3 re. Sp.; zur Regulierung des Rückerwerbs eigener Aktien zwecks Rückzugs von der Börse im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht s. Rule 13e-3 zum Securities Exchange Act, dazu *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 180f.; *Clark*, *Corporate Law*, 1986, S. 523f..

§ 54a Abs. 1 S. 2 Nr. 2 Börsenordnung FWB erforderlichen Kaufangebotes an die (außenstehenden) Aktionäre hinter dem Preis eines vorangehenden Angebots zum Aktienrückerwerb zurückzubleiben.

Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht des Bieters nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG soll gewährleisten, daß der Markt nach Ablauf der Annahmefrist „unverzüglich über den endgültigen Ausgang des Angebotsverfahrens informiert“ wird¹⁴⁷. Durch die Herbeiführung diesbezüglicher Transparenz soll ersichtlich angesichts des nach geglückter Übernahme üblichen Rückgangs des Kurses der Aktie der Zielgesellschaft ein Ausnutzen von Spezialwissen über marktrelevante Daten verhindert werden. Bei einem Angebot der Zielgesellschaft selbst zum Rückerwerb eigener Aktien besteht, soll der Erwerb der Kursstützung oder der Ausschüttung nichtbetriebsnotwendigen Vermögens dienen, insofern kein dahingehender Regelungsbedarf, als über den Ausgang eines solchen Angebotsverfahrens, über seinen „Erfolg“, mangels notwendigerweise zu erzielenden Akzeptanzgrades des Angebotes anders als über den Ausgang eines Übernahmeangebotes ex ante kein Zweifel besteht: Ein Angebot zum Erwerb eigener Aktien wird in diesen Fällen regelmäßig ohne Rücksicht auf den konkreten Akzeptanzgrad durchgeführt. Der Information über den Ausgang des Verfahrens kommt daher - anders als der Entscheidung über die Ausnutzung einer Ermächtigung zum Aktienrückerwerb - auch im Gegensatz zur Information über den Erfolg eines Übernahmeangebotes kein (nennenswertes) Kursbeeinflussungspotential zu. Die Nichteinbeziehung von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote zum Erwerb eigener Aktien stellt sich von daher insoweit nicht als planwidrige Unvollständigkeit der Regelung des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG dar, weshalb eine analoge Anwendung der Vorschrift in den genannten Fällen nicht in Betracht kommt¹⁴⁸.

Die Regelung des § 24 WpÜG ermächtigt das BAWe im Falle eines grenzüberschreitenden Angebotes, dem Bieter auf Antrag zu gestatten, bestimmte Inhaber von Wertpapieren mit Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlichem Aufenthalt in einem Staat außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums von dem Angebot auszunehmen, sofern dem Bieter die Einbeziehung dieser Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft in den Kreis der Angebotsadressaten wegen der in diesem Fall erforderlichen Beachtung der Vorschriften dieses Staates unzumutbar wäre. Auf diese Weise sollen Konflikte für den Bieter vermieden werden, die sich bei

¹⁴⁷ Begr. RegE zu § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 50 re. Sp..

¹⁴⁸ Vgl. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 426 li. Sp.; *ders.*, Stellungnahme zum RegE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 1736 re. Sp.; a.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 23 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

grenzüberschreitenden Angeboten ergeben können, wenn und weil ausländische Übernahmevorschriften und/oder ausländische Aufsichtspraxis die Einhaltung inländischer Anforderungen unmöglich machte und umgekehrt¹⁴⁹.

Verwaltungsrechtlich gesehen handelt es sich bei der Regelung des § 24 WpÜG um einen Erlaubnisvorbehalt hinsichtlich des Verbotes der Ungleichbehandlung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft gemäß § 3 Abs. 1 WpÜG. Da es sich insoweit um eine gesetzliche Ermächtigung zum Erlaß eines *begünstigenden* Verwaltungsakt handelt, dürften zwar aus verfassungsrechtlicher Sicht gegen eine analoge Anwendung der Norm auf „Selbst-Angebote“ anders als gegen die analoge Anwendung einer Ermächtigungsgrundlage zum Erlaß eines *belastenden* Verwaltungsaktes wohl keine Bedenken im Hinblick auf den Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes bestehen. Gleichwohl kommt eine Analogie nicht in Betracht. Die Vorschrift des § 24 WpÜG setzt ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach voraus, daß der Bieter überhaupt dem übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgebot nach § 3 Abs. 1 WpÜG unterliegt, welches ihn verpflichtet, ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Wertpapieren an sämtliche Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die derselben Gattung angehören, zu richten. Eine analoge Anwendung des § 3 Abs. 1 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ kommt indes nach dem oben Gesagten nicht in Betracht, da der Bieter-Zielgesellschaft als AG oder KGaA bereits aktienrechtlich (vgl. § 53a AktG) zur Gleichbehandlung der Aktionäre verpflichtet ist und infolgedessen ein Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien mangels entgegenstehenden sachlichen Grundes an alle Aktionäre zu richten hat¹⁵⁰. Mangels Geltung des übernahmerechtlichen Ungleichbehandlungsverbots nach § 3 Abs. 1 WpÜG bei „Selbst-Angeboten“ scheidet insoweit mithin auch eine analoge Anwendung des auf dieses Verbot bezogenen Erlaubnisvorbehalts nach § 24 WpÜG aus. Ist es der Bieter-Zielgesellschaft bei einem grenzüberschreitenden öffentlichen Angebot zum Rückerwerb eigener Aktien wegen in diesem Fall erforderlicher Beachtung ausländischer Vorschriften unzumutbar, das Angebot auch an (sämtliche) ausländischen Aktionäre zu richten, kann sie hiervon demgemäß gegebenenfalls absehen, ohne daß es insoweit einer Erlaubnis des BAWe bedürfte. Einer derartigen Ungleichbehandlung der Aktionäre steht aktienrechtlich nichts entgegen, wenn und weil sie geeignet und erforderlich ist, ein

¹⁴⁹ Begr. RegE zu § 24 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 51.

¹⁵⁰ Hüffer, a.a.O. (Fn.16), § 71 Rdz.19k; Kiem, a.a.O. (Fn.1), S. 212 li. Sp..

bestimmtes Interesse der Gesellschaft zu wahren, und auch unter Berücksichtigung der Aktionärsinteressen als verhältnismäßig erscheint¹⁵¹.

Die Regelung des § 25 WpÜG verpflichtet den Bieter für den Fall, daß er das Angebot unter der Bedingung eines Beschlusses der Hauptversammlung abgegeben hat, den Beschluß unverzüglich, spätestens bis zum fünften Werktag vor Ablauf der Annahmefrist, herbeizuführen. Hierdurch soll sichergestellt werden, daß den Angebotsadressaten „rechtzeitig vor Ablauf der Annahmefrist bekannt (ist), ob die ggf. erforderliche Zustimmung der Gesellschafterversammlung des Bieters zu dem Angebot vorliegt“¹⁵². Die Angebotsadressaten sollen also namentlich nicht ihrerseits ein unter der Bedingung der Zustimmung der Gesellschafterversammlung des Bieters abgegebenes Angebot annehmen (müssen), ohne daß Gewißheit darüber bestünde, ob das Angebot rechtswirksam ist. Dieser Regelungsplan der Vorschrift erforderte an sich die Einbeziehung auch von der Zielgesellschaft selbst abgegebener Angebote zum Rükckerwerb eigener Aktien. Praktisch dürfte für eine analoge Anwendung aber kein Bedürfnis bestehen, weil anerkannt ist, daß sowohl der Einziehungsbeschluß gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG als auch der Ermächtigungsbeschluß gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG dem Rükckerwerb vorangehen muß¹⁵³.

Die Regelung des § 26 WpÜG ist ihrem sachlichen Regelungsgehalt nach ersichtlich allein auf den Fall der Dualität von Bieter und Zielgesellschaft zugeschnitten, weshalb bereits aus diesem Grunde eine analoge Anwendung auf von der Zielgesellschaft selbst abgegebene Angebote nicht in Betracht kommt. Abgesehen davon fehlt es insoweit auch an einer planwidrigen Unvollständigkeit der Regelung. Die Anordnung einer Sperrfrist nach § 26 Abs. 1 S. 1 WpÜG für ein erneutes Angebot nach einem vom BAWe untersagten oder nach einem erfolglosen durch den Erwerb eines Mindestanteils bedingten Angebotes bezweckt, das überwiegende Interesse der Zielgesellschaft „an einer ungestörten Fortführung ihrer Geschäftstätigkeit“ unter Hintanstellung des Bieterinteresses zu schützen, „kurze Zeit später erneut ein Angebotsverfahren durchzuführen“¹⁵⁴. Im Falle eines von ihr selbst abgegebenen Angebotes zum Erwerb eigener Aktien bedarf die Zielgesellschaft nach einem gescheiterten Angebot eines Schutzes vor einer fortgesetzten Störung ihrer Geschäftstätigkeit durch

¹⁵¹ Vgl. *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.144; *Hefermehl/Bungeroth*, a.a.O. (Fn.9), § 53a Rdz.14; *Hüffer*, a.a.O. (Fn.16), § 53a Rdz.10; *Lutter/Zöllner*, a.a.O. (Fn.15), § 53a Rdz.13ff..

¹⁵² Begr. RegE zu § 25 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 51 re. Sp..

¹⁵³ *Hüffer*, a.a.O. (Fn.16), § 71 Rdz.19d; *Lutter*, a.a.O. (Fn.9), § 71 Rdz.66.

¹⁵⁴ Begr. RegE zu § 26 Abs. 1 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 51 re. Sp..

Anordnung einer Sperrfrist für ein erneutes Angebot nicht, da eine Störung ihrer Geschäftstätigkeit in diesem Fall nach dem Gesagten nicht in Betracht kommt¹⁵⁵.

Eine analoge Anwendung des § 27 WpÜG auf ein von der Zielgesellschaft selbst abgegebenes Angebot scheidet in Anbetracht des nach dem oben Gesagten¹⁵⁶ ganz auf den Fall der Dualität von Bieter und Zielgesellschaft abzielenden Regelungsgehaltes der Vorschrift aus¹⁵⁷.

§ 28 WpÜG ermächtigt das BAWe, bestimmte Arten der Werbung im Zusammenhang mit Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren zu untersagen, um diesbezüglichen Mißständen zu begegnen. Eine analoge Anwendung der Regelung auf von ihr unmittelbar nicht erfasste „Selbst-Angebote“ kommt nach dem Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes nicht in Betracht¹⁵⁸. Die Ausführungen zur analogen Anwendbarkeit des § 15 Abs. 1 und 2 WpÜG gelten insoweit entsprechend.

D. Rechtsvergleichende Bemerkungen

Die vorstehende Untersuchung der Anwendbarkeit des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien ist im folgenden durch einen rechtsvergleichenden Seitenblick auf die diesbezügliche Rechtslage in den Vereinigten Staaten (I.) und in England (II.) abzurunden¹⁵⁹.

I. Rechtslage in den USA

In den Vereinigten Staaten unterliegen öffentliche Angebote zum Erwerb von mehr als fünf Prozent der Anteile an einer corporation sowie Aufforderungen zur Abgabe solcher Angebote Offenlegungs- und Anzeigepflichten nach Sec. 14(d)(1) des Securities Exchange Act¹⁶⁰. Ausgenommen sind nach Sec. 14(d)(8)(B) von der Zielgesellschaft selbst abgegebene

¹⁵⁵ Vgl. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 426 re. Sp.; *ders.*, Stellungnahme zum RegE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 1736 re. Sp..

¹⁵⁶ Vgl. oben unter B.IV.2..

¹⁵⁷ Ebenso im Ergebnis *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2593 li. Sp.; *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp.; vgl. *Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins e.V.*, Stellungnahme zum RefE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 426 re. Sp.; *ders.*, Stellungnahme zum RegE WpÜG, a.a.O. (Fn.5), S. 1736 re. Sp., 1738 li. Sp..

¹⁵⁸ A.A. - unmittelbare Anwendbarkeit des § 28 WpÜG auf „Selbst-Angebote“ - *Oechsler*, a.a.O. (Fn.3), S. 819 li. Sp..

¹⁵⁹ Zur Rechtslage in der Schweiz und in Österreich vgl. *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2590f..

¹⁶⁰ Vgl. *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, Rdz.1086.

Angebote oder Aufforderungen zur Abgabe von Angeboten (*issuer tender offers* oder *self tender offers*)¹⁶¹. Insoweit gelten Sondervorschriften, die allerdings inhaltlich der Regelung in Sec. 14(d) des Securities Exchange Act für *outside bidders* nachgebildet sind¹⁶². Aufgrund der Ermächtigung nach Sec. 13(e)(1) des Securities Exchange Act hat die SEC u.a. die Rule 13e-1 („Purchase of Securities by the Issuer During a Third-Party Tender Offer“) sowie namentlich die Rule 13e-4 („Tender Offers by Issuers“) erlassen, nach der der Bieter-Zielgesellschaft umfassende Publizitätspflichten obliegen. Namentlich sind der SEC sowie den Aktionären der Gesellschaft die Art und Weise der Finanzierung des Rückerwerbs mitzuteilen, ferner die Auswirkungen auf die Finanzstruktur der Gesellschaft sowie die hinter dem Erwerb stehende Absicht¹⁶³. Rule 13e-4 trifft des weiteren Bestimmungen zu Laufzeit, Rücktrittsrechten, pro rata-Käufen, Preisbestimmungen, Zahlungsbedingungen sowie Verhaltensmaßregeln nach Beendigung der *self tender offer*¹⁶⁴.

II. Rechtslage in England

Das englische Kapitalmarktrecht enthält ebenso wie das US-amerikanische Kapitalmarktrecht eigenständige Regulierungen des Rückerwerbs eigener Aktien.

So trifft Rule 37.3(a) des City Code on Takeovers and Mergers eine Bestimmung zum Rückerwerb eigener Aktien während oder im Vorfeld eines Übernahmeangebotes und verlangt insoweit grundsätzlich die Zustimmung einer hierzu einberufenen Hauptversammlung der Zielgesellschaft. Rules 37.3(b) und 37.4(a) City Code statuieren Offenlegungspflichten der Zielgesellschaft sowie des Bieters nach Rule 8 City Code hinsichtlich der Rückerwerbs eigener Aktien während der *offer period*. Rules 37.3(c) sowie 37.4(b) City Code verpflichten Zielgesellschaft und Bieter, in der Stellungnahme zu einem Angebot bzw. in der Angebotsunterlage eines Wertpapiertauschangebotes Angaben über den Rückerwerb eigener Aktien in einem 12-Monatszeitraum vor dem Angebot zu machen. Rules 37.1 und 37.2 City Code regeln die Verpflichtung der *directors* mit Aktienbesitz sowie

¹⁶¹ Vgl. *Merkt*, a.a.O. (Fn.160), Rdz.1087.

¹⁶² *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 173; *Cary/Eisenberg*, Corporations, 7th Ed. 1995, S. 1217; *Fleischer/Körber*, a.a.O. (Fn.3), S. 2592 re. Sp.; *Merkt*, a.a.O. (vorige Fn.).

¹⁶³ S. im einzelnen *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 175ff.

¹⁶⁴ S. im einzelnen *Benckendorff*, a.a.O. (Fn.1), S. 177ff.; *Ratner/Hazen*, Securities Regulation, 5th Ed. 1996, S. 788f..

sonstiger Aktionäre einer Gesellschaft zur Abgabe eines Pflichtangebotes nach einem - ihre Stimmrechtsquote erhöhenden - Rückerwerb eigener Aktien¹⁶⁵.

Verfahrensregeln betreffend den Rückerwerb eigener Aktien sowie sonstiger Wertpapiere enthält neben Part V, Chapter VII des Companies Act 1985 insbesondere Chapter 15 der Listing Rules der Financial Services Authority.

Der Companies Act 1985 unterscheidet zwischen Aktienrückkäufen über die Börse (*market purchases*) und außerhalb der Börse (*off-market purchases*). Während für einen börslichen Rückerwerb eine generelle Ermächtigung des *board* durch die Hauptversammlung genügt (Sec. 166 (1), (2)(a) Companies Act 1985), muß die Hauptversammlung im Falle eines Erwerbs außerhalb der Börse in konkrete Aktienr ckkaufvertr ge mit bestimmten Verkäufern gemäß Sec. 164(1), (2) Companies Act 1985 durch eine „special resolution“ einwilligen¹⁶⁶.

Die Art und Weise des Rückerwerbs eigener Aktien durch eine börsennotierte Gesellschaft regeln Paragraph 15.6, 15.7 und 15.8 der Listing Rules der Financial Services Authority¹⁶⁷, die insoweit nach dem Erwerbsumfang unterscheiden.

Sollen weniger als 15 Prozent der Aktien einer Gattung aufgrund einer allgemeinen Ermächtigung („general authority“) durch die Hauptversammlung r ckerworben werden, ist nach Paragraph 15.6 Listing Rules neben einem Rückerwerb im Wege der *tender offer* oder *partial offer* ein börslicher Erwerb („through the market“) zulässig, allerdings nur unter der Voraussetzung, daß der Erwerbspreis den durchschnittlichen Börsenpreis der r ckzuerwerbenden Aktien an den dem Erwerb vorangehenden fünf Handelstagen nicht um mehr als fünf Prozent übersteigt.

Der Rückerwerb von 15 Prozent der Aktien einer Gattung oder eines höheren Prozentsatzes aufgrund einer allgemeinen Ermächtigung durch die Hauptversammlung ist nach Paragraph 15.7 Satz 1 Listing Rules demgegenüber nur im Wege einer einheitlichen *tender offer* oder *partial offer* an die Aktionäre der betreffenden Gattung zulässig. Bei einem sukzessiven Erwerb gilt dies nach Paragraph 15.7 Satz 2 Listing Rules allerdings nur für den Erwerb, durch den die 15-Prozent-Grenze erreicht oder überschritten wird. Von den Aktionären

¹⁶⁵ Vgl. zu Rule 37 City Code im einzelnen *Ferran*, *Company Law and Corporate Finance*, 1999, S. 449f.; *Gearing* in Button/Bolton (Eds.), *A Practitioner’s Guide to The City Code on Takeovers and Mergers*, Edition 2000/2001, S. 131, 154ff.; *Weinberg and Blank* on Takeovers and Mergers, Loseblattsammlung, Stand Dezember 2001, Rdz.4-6039ff..

¹⁶⁶ *Bezenberger*, a.a.O. (Fn.1), Rdz.144; *Davies*, *Gower’s Principles of Modern Company Law*, 6th Ed. 1997, S. 255f.; *Ferran*, a.a.O. (Fn.164), S. 439f..

¹⁶⁷ Vgl. dazu *Davies*, a.a.O. (Fn.166), S. 256f.; *Ferran*, a.a.O. (Fn.165), S. 448f.; zur Rechtsetzungskompetenz der Financial Services Authority betreffend die Listing Rules s. Sec. 72(1), 74(4) Financial Services and Markets Act 2000; *Fleischer*, RIW 2001, S. 817, 820 li. Sp..

konkret gebilligte Rückkäufe bleiben nach Paragraph 15.7 Satz 3 Listing Rules bei der Berechnung der 15-Prozent-Grenze außer Betracht.

Paragraph 15.8 Listing Rules enthält sodann Vorschriften über das Verfahren einer *self tender offer*. Die *offer* muß danach zum einen, wie bereits oben erwähnt¹⁶⁸, einen Höchstpreis oder einen Festpreis angeben (Paragraph 15.8 Satz 1). Erforderlich ist darüber hinaus (Paragraph 15.8 Satz 2) überdies die Veröffentlichung der *offer* in zwei überregionalen Zeitungen mindestens sieben Tage vor dem Ende der Annahmefrist („Notice of the offer must be given by advertisement in two national newspapers at least seven days before the offer closes“) oder wahlweise die Übersendung einer Angebotsunterlage an sämtliche Aktionäre mit den in Paragraph 15.4 und 15.5 Listing Rules vorgesehenen Angaben, zu denen insbesondere etwa Einzelheiten hinsichtlich der angebotenen Gegenleistung rechnen (Paragraph 15.4(d) Listing Rules).

Paragraph 15.9 Listing Rules sowie Sec. 169 Companies Act 1985 statuieren Anzeigepflichten der Gesellschaft im Anschluß an einen Aktienruckerwerb.

III. Folgerungen

Die eingehende eigenständige Regulierung des Verfahrens von *self tender offers* im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht sowie auch im englischen Kapitalmarktrecht verweist zweifellos auf diesbezüglichen Regelungsbedarf. Daß auch das deutsche WpÜG „Selbst-Angebote“ reguliere, läßt sich mit dem Hinweis auf die angelsächsische Rechtslage freilich nicht begründen. Im Gegenteil deutet das Fehlen einer gesonderten Regelung von *self tender offers* nach angelsächsischem Vorbild eher auf eine Anschauungslücke des Gesetzgebers des WpÜG und damit auf eine diesbezügliche Regelungslücke hin, die nach dem oben unter C. Gesagten punktuell durch analoge Anwendung einzelner passender Vorschriften des WpÜG zu schließen ist.

E. Zusammenfassung der Ergebnisse

I. Das WpÜG ist auf öffentliche Angebote zum Ruckerwerb eigener Aktien, namentlich aufgrund Hauptversammlungsermächtigung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG, nicht unmittelbar anwendbar. Zwar erlauben insoweit weder der Wortlaut der §§ 1, 2 Abs. 1 WpÜG

¹⁶⁸ Vgl. oben unter C. zu § 17 WpÜG.

noch der Regelungszweck des WpÜG noch die - unergiebigen - Gesetzesmaterialien gesicherte Rückschlüsse. Die Gesamtschau der sämtliche öffentlichen Angebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft betreffenden Regelungen der §§ 3, 10 - 28 WpÜG zeigt jedoch, daß dem Gesetz ersichtlich die Vorstellung einer Dualität von Bieter und Zielgesellschaft zugrunde liegt. Gegen eine unmittelbare Anwendung des durch eine Gemengelage von zivilrechtlichen und dem Bereich der Eingriffsverwaltung zuzurechnenden öffentlich-rechtlichen Vorschriften gekennzeichneten WpÜG sprechen insbesondere auch verfassungsrechtliche Erwägungen. In Betracht kommt damit allenfalls eine analoge Anwendung einzelner passender Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien.

II. Die Vorschriften der §§ 3 Abs. 2 und 5; 10 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 S. 1 Nr. 1 und 2 und S. 2, Abs. 3 und Abs. 4 S. 1 1. Alt.; 11 Abs. 2 S. 1, 2 und 3 Nr. 1, Abs. 3, Abs. 4 i.V.m. § 2 AngVO; 12; 13 Abs. 1 S. 1; 21 Abs. 4 und Abs. 5 S. 2; 22 Abs. 2 und 3 WpÜG sollten auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien analog angewandt werden. Dies gilt überdies auch für solche Vorschriften der Abschnitte 2 sowie 6 bis 9 des WpÜG, welche an die vorstehend aufgeführten Vorschriften anknüpfen, mit Ausnahme nicht analogiefähiger Ermächtigungsgrundlagen zum Erlaß belastender Verwaltungsakte seitens des BAWe (vgl. §§ 4 Abs. 1 S. 3, 40 Abs. 1 WpÜG) und daran anschließender Bestimmungen sowie der gleichfalls analogiefeindlichen Bußgeldregelung des § 60 WpÜG.

Daß die analoge Anwendung der vorstehend aufgeführten Regelungen des WpÜG zu einer Verdichtung der Regulierung des Verfahrens von *self tender offers* führt, ist nicht zu verkennen. Die Belastung der Unternehmen wird sich praktisch freilich insofern in Grenzen halten, als die hier vertretene analoge Anwendbarkeit einzelner passender Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien im wesentlichen lediglich einen Standard festschreibt, der ohnedies bereits vor Inkrafttreten des WpÜG guter und weitgehend beachteter Unternehmenspraxis entsprochen haben dürfte.

III. Eine analoge Anwendung der §§ 3 Abs. 1 und 4; 10 Abs. 1 S. 2 und 3, Abs. 2 S. 3, Abs. 4 S. 2, Abs. 5; 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 bis 4; 13 Abs. 1 S. 2, Abs. 2; 14 bis 20; 21 Abs. 1 und 2, Abs. 5 S. 1, Abs. 6; 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3, Abs. 2; 24 bis 28 WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückerwerb eigener Aktien kommt nicht in Betracht. Eine analoge Anwendung des § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und 2 WpÜG scheidet gleichfalls jedenfalls dann aus, wenn der mittels eines

öffentlichen Angebots angestrebte Aktienrückwerb der Kurspflege oder der Ausschüttung nichtbetriebsnotwendigen Vermögens dienen soll.

IV. Die analoge Anwendung einzelner passender Vorschriften des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Rückwerb eigener Aktien, so unabweisbar sie zur Vermeidung von Wertungswidersprüchen und Ungleichbehandlungen sein mag, erscheint unter dem Gesichtspunkt der Rechtssicherheit als misslich. Das gilt freilich erst recht für das im Schrifttum vorgeschlagene umgekehrte Verfahren einer teleologischen Reduktion solcher Bestimmungen des WpÜG, die für *self tender offers* nicht passen. Die so oder so bestehende Rechtsunsicherheit hätte durch eine Aufzählung der auf öffentliche Angebote zum Rückwerb eigener Aktien anwendbaren Vorschriften im WpÜG vermieden werden können. Daß der Gesetzgeber von einer entsprechenden Regelung dieser für die Praxis bedeutsamen Frage abgesehen hat, obwohl das Problem dem Finanzministerium sowie jedenfalls einzelnen Mitgliedern des Finanzausschusses des Bundestages bekannt war, ist kein guter Gesetzgebungsstil.

De lege ferenda erscheint es geboten, nach angelsächsischem Vorbild durch ausdrückliche gesetzliche Regelung klarzustellen, welche Vorschriften des WpÜG auf *self tender offers* angewandt werden sollten. In diesem Zusammenhang wären dann auch die Befugnisse des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zu ordnen.

Arbeitspapiere

(internet: <http://www.rz.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford
1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen
Wirtschaftsrecht
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the
German Perspective.
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen
1992 S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle -
Anmerkungen aus deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate
Finance and Corporate Governance
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.],
The Japanese Main Bank System, Oxford 1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli
vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-
129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-
Gesetzes
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
1994 S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)

- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung. Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")
(publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)

- 20 Theodor Baums/
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen
(publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995 S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)

- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende Betrachtung (publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie - (publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996 S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro (publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law (publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective (publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)

- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage -
Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements
-
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder
(publ. in: Festschrift f. C.P. Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen
und aktuelle Reformfragen
(publ. in: "Aktien- und Bilanzrecht", Festschrift für Bruno
Kropff [1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market
Value of the Firm
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach
Einführung des Euro
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen -
Stellungnahme für den Rechtsausschuß des Deutschen
Bundestages
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der
Zeitschrift Die Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer
Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach
deutschem Recht -
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außen-
steuerung
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler
Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung
des Finanzplatzes Deutschland
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des
Deutschen Bundestages
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997
S. 1942 ff.)

- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union: A Comparative Study
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen -
Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur
Umstellung von Schuldverschreibungen -
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting"
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1 [1999], S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/ Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkung-

- Klaus Stein steuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999
S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und
Aktienemissionen
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung
zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat,
10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck
auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
1999 S. 74 ff.)
- 67 Theodor Baums/
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The
Daimler-Chrysler case
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical
Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany

- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen,
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)

- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler - Chrysler
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet
- 83 Theodor Baums/
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel/
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges
- 88 Government Panel on Corporate Governance
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
- 90 Theodor Baums/
Mathias Stöcker Rükckerwerb eigener Aktien und WpÜG