

tracht, da das Wertpapiersachstatut der Privatautonomie entzogen ist¹²². Befinden sich die vom Angebot betroffenen Wertpapiere in Sammelverwahrung, was regelmäßig der Fall sein wird, regelt § 17a Depotgesetz das anzuwendende Recht¹²³.

§ 2 Begriffsbestimmungen

(1) Angebote sind freiwillige oder auf Grund einer Verpflichtung nach diesem Gesetz erfolgende öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft.

(1a) Europäische Angebote sind Angebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft im Sinne des Absatzes 3 Nr. 2, die nach dem Recht des Staates des Europäischen Wirtschaftsraums, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat, als Angebote im Sinne des Artikels 2 Abs. 1 Buchstabe a der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. EU Nr. L 142 S. 12) gelten.

(2) Wertpapiere sind, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind,

1. Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, die Aktien vertreten,
2. andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbaren Wertpapieren oder Zertifikaten, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben.

(3) Zielgesellschaften sind

1. Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz im Inland und
2. Gesellschaften mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums.

(4) Bieter sind natürliche oder juristische Personen oder rechtsfähige Personengesellschaften, die allein oder gemeinsam mit anderen Personen ein Angebot abgeben, ein solches beabsichtigen oder zur Abgabe verpflichtet sind.

(5) Gemeinsam handelnde Personen sind natürliche oder juristische Personen, die ihr Verhalten im Hinblick auf ihren Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft oder ihre Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft mit dem Bieter auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmen. Mit der Zielgesellschaft gemeinsam handelnde Personen sind natürliche oder juristische Personen, die Handlungen zur Verhinderung eines Übernahme- oder Pflichtangebots mit der Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmen. Tochterunternehmen gelten mit der sie kontrollierenden Person und untereinander als gemeinsam handelnde Personen.

(6) Tochterunternehmen sind Unternehmen, die als Tochterunternehmen im Sinne des § 290 des Handelsgesetzbuchs gelten oder auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann, ohne dass es auf die Rechtsform oder den Sitz ankommt.

(7) Organisierter Markt sind der regulierte Markt an einer Börse im Inland und der geregelte Markt im Sinne des Artikels 4 Abs. 1 Nr. 14 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (ABl. EU Nr. L 145 S. 1) in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums.

(8) Der Europäische Wirtschaftsraum umfasst die Staaten der Europäischen Gemeinschaften sowie die Staaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum.

(9) Arbeitstage sind alle Kalendertage mit Ausnahme von Samstagen, Sonntagen und gesetzlichen Feiertagen.

122 *Baums/Rieder* in *Baums/Thoma/Verse*, Einleitung Rz. 2.19; *Thoma* in *Baums/Thoma/Verse*, § 11 WpÜG Rz. 144.

123 *Thoma* in *Baums/Thoma/Verse*, § 11 WpÜG Rz. 144.

A. Grundlagen	1	II. Sitz im Inland (§ 2 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG)	
B. Angebot (§ 2 Abs. 1 WpÜG)		1. Rechtsform	61
I. Überblick	5	2. Sitzbegriff	68
II. Freiwilliges oder auf Grund einer Verpflichtung nach diesem Gesetz erfolgendes Angebot	10	III. Sitz im EWR-Ausland (§ 2 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG)	73
III. Kauf- oder Tauschangebot zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft	17	F. Bieter (§ 2 Abs. 4 WpÜG)	
IV. Öffentliches Angebot		I. Überblick	75
1. Bedeutung des Begriffs	25	II. Geeignete Rechtssubjekte	78
2. Wille des Gesetzgebers	26	III. Bestimmung des Bieters	87
3. Rechtsvergleich	28	IV. Mehrere Personen als Bieter	91
4. Auslegungskriterien	31	G. Gemeinsam handelnde Personen (§ 2 Abs. 5 WpÜG)	
5. Fallgruppen	33	I. Überblick	95
6. Rechtsfolgen	37	II. Natürliche oder juristische Personen	98
V. Erwerb eigener Aktien		III. Vereinbarung und Abstimmung in sonstiger Weise	102
1. Erwerb eigener Aktien nach WpÜG	38	IV. Erwerb von Wertpapieren oder Ausübung von Stimmrechten	109
2. Erwerb eigener Aktien nach der Übernahmerrichtlinie	42a	V. Mit der Zielgesellschaft gemeinsam handelnde Person	118
3. Rechtsvergleich	42b	VI. Tochterunternehmen des Bieters	120
C. Europäisches Angebot (§ 2 Abs. 1a WpÜG) ..	43	H. Tochterunternehmen (§ 2 Abs. 6 WpÜG)	123
D. Wertpapiere (§ 2 Abs. 2 WpÜG)		J. Organisierter Markt (§ 2 Abs. 7 WpÜG)	130
I. Übersicht	46	K. Europäischer Wirtschaftsraum (§ 2 Abs. 8 WpÜG)	139
II. Entbehrlichkeit urkundlicher Verbriefung	49	L. Arbeitstage (§ 2 Abs. 9 WpÜG)	141
III. Erfasste Wertpapiere			
1. Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG ..	50		
2. Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpÜG ..	53		
E. Zielgesellschaft (§ 2 Abs. 3 WpÜG)			
I. Überblick	57		

Schrifttum: *Ackermann*, Das internationale Privatrecht der Unternehmensübernahme. Deutsches und europäisches Übernahmekollisionsrecht im Spannungsfeld zwischen internationalem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008; *Assmann*, Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft, AG 2002, 114; *Baum*, Rückerwerbsangebote für eigene Aktien: übernahmerechtlicher Handlungsbedarf?, ZHR 167 (2003), 580; *Baum*, „Öffentlichkeit“ eines Erwerbsangebots als Anwendungsvoraussetzung des Übernahmerechts, AG 2003, 144; *Baums/Stöcker*, Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG, in FS Wiedemann, 2002, S. 703; *Behrens*, Das Internationale Gesellschaftsrecht nach dem Centros-Urteil des EuGH, IPRax 1999, 323; *Berrari/Schnorbus*, Rückerwerb eigener Aktien und Übernahmerecht, ZGR 2003, 59; *Bezzenberger*, Erwerb eigener Aktien durch die AG 2002, 145; *Boguslawska*, Das Verbot des Handelns in eigenen Aktien und seine Ausnahmen, 2010; *Boucsein/Schmiady*, Aktuelle Entwicklungen bei der Durchführung von Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, AG 2016, 597; *Bungert/Leyendecker*, Die Neuregelung des Delisting, ZIP 2016, 49; *Busch*, Bedingungen in Übernahmeangeboten, AG 2002, 145; *Büsher*, Zur Verfassungswidrigkeit der Anwendung des WpÜG auf den öffentlichen Erwerb eigener Aktien, ZBB 2006, 107; *Cahn/Senger*, Das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, Finanz Betrieb 2002, 277; *Clouth/Lang*, MiFID-Praktikerhandbuch, 2007, S. 373 f.; *Deutscher Anwaltverein – Handelsrechtsausschuss*, Stellungnahme zum RefE des BMF für ein Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, NZG 2001, 420; *Deutscher Anwaltverein – Handelsrechtsausschuss*, Stellungnahme zum RegE Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZIP 2001, 1736; *Diekmann*, Änderungen im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz anlässlich der Umsetzung der EU-Übernahmerrichtlinie in das deutsche Recht, NJW 2007, 17; *Diekmann/Merkner*, Die praktische Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien, ZIP 2004, 836; *Diemer/Hasselbach*, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, NZG 2000, 824; *Ebke*, Das Centros-Urteil des EuGH und seine Relevanz für das deutsche Internationale Gesellschaftsrecht, JZ 1999, 656; *Fleischer*, Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz – Entstehungsgeschichte, Grundkonzeption, Regelungsschwerpunkte, BKR 2006, 389, 393; *Fleischer*, Zum Begriff des öffentlichen Angebots im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZIP 2001, 1653; *Fleischer/Körber*, Der Rückerwerb eigener Aktien und das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BB 2001, 2589; *Freitag*, Der Wettbewerb der Rechtsordnungen im Internationalen Gesellschaftsrecht, EuZW 1999, 267; *Gaede*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2008; *Geyrhalter*, Niederlassungsfreiheit contra Sitztheorie – Good Bye „Daily Mail“?, EWS 1999, 201; *Görk*, Das EuGH-Urteil in Sachen „Centros“ vom 9.3.1999: Kein Freibrief für Briefkastengesellschaften!, GmbHR 1999, 793; *Gressinger*, Öffentliche Angebote börsennotierter Gesell-

de ferner in § 2 Abs. 4 RegE²⁰⁸ die Aufzählung der in Betracht kommenden Bieter um Personengesellschaften ergänzt. Die Definition des Bieters im RegE entspricht der Gesetz gewordenen Fassung; Änderungen im parlamentarischen Gesetzgebungsverfahren erfolgten nicht.

Die **Übernehmerichtlinie**²⁰⁹ definiert in Art. 2 Abs. 1 lit. c) als Bieter „jede natürliche oder juristische Person des öffentlichen Rechts oder des Privatrechts, die ein Angebot abgibt“. Trotz des im Vergleich zu § 2 Abs. 4 WpÜG vermeintlich engeren Wortlauts („die ein Angebot abgibt“) enthält die Richtlinie jedoch auch Vorgaben für denjenigen, der ein Angebot abzugeben beabsichtigt, dieses aber noch nicht abgegeben hat (Art. 6 Abs. 1). Sie bezeichnet als Bieter auch diejenigen Personen, die zur Abgabe eines Angebots verpflichtet sind (Art. 5 Abs. 4 und 5). Insoweit ist die Definition des Bieters in der Richtlinie mit derjenigen des WpÜG identisch. Allerdings ist der Begriff des „Angebots“ in der Übernehmerichtlinie enger als derjenige des WpÜG, da die Richtlinie nur Übernahme- und Pflichtangebote, nicht aber sonstige Erwerbsangebote regelt (Art. 1 Abs. 1, Art. 2 Abs. 1 lit. a). Die in den Definitionen im Übrigen verwandten unterschiedlichen Formulierungen (Verweis auf Personen des öffentlichen Rechts oder des Privatrechts in Art. 2 Abs. 1 lit. c) bzw. auf Personengesellschaften sowie gemeinsame Angebote in § 2 Abs. 4 WpÜG) enthalten keine sachlichen Differenzen; ihnen kommt lediglich klarstellende Bedeutung zu²¹⁰. Der weitgehende Gleichlauf beider Definitionen beruht auf dem Umstand, dass das WpÜG ursprünglich als vorweggenommene Transformation der Übernehmerichtlinie konzipiert war (siehe Einl. Rz. 26 f.).

II. Geeignete Rechtssubjekte

Nach § 2 Abs. 4 WpÜG kommen als Bieter natürliche und juristische Personen sowie Personengesellschaften in Betracht. Die **Aufzählung** der als Bieter geeigneten Rechtsträger „natürliche und juristische Personen“ geht auf die Bieterdefinition in Art. 2 Abs. 1 lit. c) Übernehmerichtlinie zurück (siehe Rz. 77), die gesonderte Erwähnung von Personengesellschaften auf eine Anregung des deutschen Anwaltvereins (siehe Rz. 76).

Die Aufzählung hat lediglich klarstellenden Charakter²¹¹. Sie verdeutlicht, dass **jedes Rechtssubjekt**, d.h. jeder Träger von Rechten und Pflichten, Bieter i.S.d. Gesetzes sein kann (siehe auch § 35 WpÜG Rz. 49 ff.)²¹². Ohne Belang ist insbesondere, ob der Bieter ein Unternehmen i.S.d. §§ 15 ff. AktG ist²¹³. Allerdings stellt das Gesetz teilweise darauf ab, dass eine **Bietergesellschaft** vorliegt (so z.B. § 3 Abs. 5, § 25 WpÜG).

Bieter können zunächst **natürliche Personen** sein. Wohnsitz und Staatsangehörigkeit der natürlichen Person sind unerheblich²¹⁴.

Zu den **juristischen Personen** des Inlands gehören die juristischen Personen des Privatrechts und des öffentlichen Rechts²¹⁵. Juristische Personen des Privatrechts sind u.a. der rechtsfähige Verein und die rechtsfähige privatrechtliche Stiftung, die Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien,

208 BT-Drucks. 14/7034, S. 8.

209 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABL EG Nr. L 142 v. 30.4.2004, S. 12.

210 Für die Erwähnung von Personengesellschaften in § 2 Abs. 4 WpÜG ebenso *Wackerbarth* in MünchKomm. AktG, § 2 WpÜG Rz. 52.

211 *Heinrich/Mock* in KölnKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 126; *Schüppen* in FrankfKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 40.

212 *Heinrich/Mock* in KölnKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 126; *Santelmann* in Steinmeyer, § 2 WpÜG Rz. 12; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 2 WpÜG Rz. 26; *Schüppen* in FrankfKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 40.

213 *Wackerbarth* in MünchKomm. AktG, § 2 WpÜG Rz. 51; *Heinrich/Mock* in KölnKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 128; *Diekmann* in Baums/Thoma/Verse, § 30 WpÜG Rz. 21b; vgl. auch *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 396.

214 *Baums/Hecker* in Baums/Thoma/Verse, § 2 WpÜG Rz. 95; *Heinrich/Mock* in KölnKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 128.

215 Vgl. auch Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 34; *Baums/Hecker* in Baums/Thoma/Verse, § 2 WpÜG Rz. 95; *Heinrich/Mock* in KölnKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 128; *Schüppen* in FrankfKomm. WpÜG, § 2 WpÜG Rz. 40; *Santelmann* in Steinmeyer, § 2 WpÜG Rz. 12; *Wackerbarth* in MünchKomm. AktG, § 2 WpÜG Rz. 51;

GmbH, die eingetragene Genossenschaft, der Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit und die Europäische Gesellschaft. Zu den juristischen Personen des öffentlichen Rechts zählen die Körperschaften, Anstalten und Stiftungen des öffentlichen Rechts, soweit sie rechtsfähig sind²¹⁶. Ausländische juristische Personen können ebenfalls Bieter sein²¹⁷.

- 82 Als Bieter kommen ferner **Personengesellschaften** in Betracht. Hierunter fallen im Inland die Personenhandlungsgesellschaften (OHG und Kommanditgesellschaft) und die sonstigen rechtsfähigen (siehe Rz. 79, 82) Personengesellschaften. Zu Letzteren gehören die Partnerschaftsgesellschaft und die Europäische Wirtschaftliche Interessenvereinigung (EWIV)²¹⁸. Hinzu tritt die Gesellschaft bürgerlichen Rechts²¹⁹, deren Rechtsfähigkeit zunächst der BGH²²⁰ anerkannt hat, sofern es sich nicht nur um eine reine Innengesellschaft handelt²²¹. Diese Rechtsprechung wurde jüngst durch das MoPeG²²² gesetzlich kodifiziert in § 705 Abs. 2 BGB. Infolge der gesetzlichen Anerkennung der Rechtsfähigkeit der Gesellschaft des bürgerlichen Rechts wurde in § 2 Abs. 4 WpÜG im Zuge des MoPeG klargestellt, dass Bieter i.S.d. § 2 Abs. 4 WpÜG auch – rechtsfähige – Personengesellschaften sein können²²³.
- 82a Als Bieter kommen auch ausländische Personenvereinigungen unabhängig von Sitz und Rechtsform in Betracht. Erforderlich ist jedoch, dass diesen Vereinigungen nach dem Recht ihres Staates unter Berücksichtigung der Regeln des internationalen Gesellschaftsrechts Rechtsfähigkeit zukommt²²⁴. Hierzu zählt etwa die Scheinauslandsgesellschaft, die nach Auffassung des BGH²²⁵ rechtsfähig ist (siehe auch § 35 WpÜG Rz. 52).
- 83 Andere als die in der vorstehenden Rz. 82a genannten inländischen **Gesamthandsgemeinschaften** wie eine Güter- oder Erbengemeinschaft scheiden als Bieter aus²²⁶, da die Gesamthandsgemeinschaft nach traditioneller Auffassung grundsätzlich kein Rechtssubjekt ist²²⁷. Entsprechendes gilt für die Bruchteilsgemeinschaft (siehe auch § 35 WpÜG Rz. 53).
- 84 Auch die Vorstandsmitglieder einer Zielgesellschaft können ein öffentliches Übernahmeangebot abgeben und somit Bieter i.S.d. § 2 Abs. 4 WpÜG sein (**management buy-out**)²²⁸.
- 85 Hingegen ist die **Zielgesellschaft** selbst in keinem Fall Bieter, da das WpÜG auf den Rückwerb eigener Aktien keine Anwendung findet (siehe Rz. 38 ff.).

Angerer in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 2 WpÜG Rz. 7; zur Unterscheidung *Ellenberger* in *Grüneberg*, Einf. v. § 21 BGB Rz. 3 f.

216 Näher *Ellenberger* in *Grüneberg*, Vorb. v. § 89 BGB Rz. 1 f.

217 *Heinrich/Mock* in *KölnKomm. WpÜG*, § 2 WpÜG Rz. 128; *Santelmann* in *Steinmeyer*, § 2 WpÜG Rz. 14.

218 *Angerer* in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 2 WpÜG Rz. 7.

219 *Heinrich/Mock* in *KölnKomm. WpÜG*, § 2 WpÜG Rz. 128; *Baums/Hecker* in *Baums/Thoma/Verse*, § 2 WpÜG Rz. 97; *Santelmann* in *Steinmeyer*, § 2 WpÜG Rz. 12; *Schüppen* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 2 WpÜG Rz. 40; *Angerer* in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 2 WpÜG Rz. 8; *Noack/Holzborn* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpÜG Rz. 26; *Wackerbarth* in *MünchKomm. AktG*, § 2 WpÜG Rz. 51.

220 BGH v. 29.1.2001 – II ZR 331/00, BGHZ 146, 341, 342.

221 *Baums/Hecker* in *Baums/Thoma/Verse*, § 2 WpÜG Rz. 97; *Heinrich/Mock* in *KölnKomm. WpÜG*, § 2 WpÜG Rz. 128; *Angerer* in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 2 WpÜG Rz. 8, 11. In der Regel wird es sich um eine Außen-GbR handeln; zutreffend *Noack/Holzborn* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpÜG Rz. 26 Fn. 36.

222 BGBl. I 2021, 3436.

223 Art. 58 MoPeG, der zum 1.1.2024 in Kraft getreten ist, sowie zur Begründung: BT-Drucks. 19/27365, 263.

224 *Baums/Hecker* in *Baums/Thoma/Verse*, § 2 WpÜG Rz. 96; *Heinrich/Mock* in *KölnKomm. WpÜG*, § 2 WpÜG Rz. 128.

225 BGH v. 1.7.2002 – II ZR 380/00, BB 2002, 2031, 2032.

226 *Baums/Hecker* in *Baums/Thoma/Verse*, § 2 WpÜG Rz. 98; *Angerer* in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 2 WpÜG Rz. 12, die darauf hinweisen, dass dann die einzelnen Mitglieder der Gemeinschaft „gemeinsam mit anderen Personen“ i.S.d. § 2 Abs. 4 WpÜG handeln und alle Mitglieder selbst Bieter sind; a.A. *Santelmann* in *Steinmeyer*, § 2 WpÜG Rz. 13.

227 Vgl. nur *Ellenberger* in *Grüneberg*, Einf. v. § 21 BGB Rz. 2 m.w.N. Gleichwohl sind in diesem Fall die einzelnen Mitglieder der Gemeinschaft selbst Bieter und agieren als gemeinsam handelnde Personen i.S.d. § 2 Abs. 5 WpÜG, vgl. *Angerer* in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 2 WpÜG Rz. 12; *Heinrich/Mock* in *KölnKomm. WpÜG*, § 2 WpÜG Rz. 129, 144.

228 *Santelmann* in *Steinmeyer*, § 2 WpÜG Rz. 18; *Heinrich/Mock* in *KölnKomm. WpÜG*, § 2 WpÜG Rz. 129; *Noack/Holzborn* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpÜG Rz. 26.

Zweiter Abschnitt Inhalt der Angebotsunterlage (§ 2 WpÜG-AngVO)

§ 2 WpÜG-AngVO Ergänzende Angaben der Angebotsunterlage

Der Bieter hat in seine Angebotsunterlage folgende ergänzende Angaben aufzunehmen:

1. Name oder Firma und Anschrift oder Sitz der mit dem Bieter und der Zielgesellschaft gemeinsam handelnden Personen und der Personen, deren Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft nach § 30 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes Stimmrechten des Bieters gleichstehen oder ihm zuzurechnen sind, sowie, wenn es sich bei diesen Personen um Gesellschaften handelt, die Rechtsform und das Verhältnis der Gesellschaften zum Bieter und zur Zielgesellschaft;
2. sofern Wertpapiere als Gegenleistung angeboten werden,
 - a) für als Gegenleistung im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots angebotene Wertpapiere Angaben nach der Delegierten Verordnung (EU) 2021/528 der Kommission vom 16. Dezember 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die Mindestinformationen des Dokuments, das der Öffentlichkeit bei einer Ausnahme von der Prospektpflicht im Zusammenhang mit einer Übernahme im Wege eines Tauschangebots, einer Verschmelzung oder einer Spaltung zur Verfügung zu stellen ist (ABl. L 106 vom 26.3.2021, S. 32);
 - b) für als Gegenleistung außerhalb eines Übernahme- oder Pflichtangebots angebotene Wertpapiere Angaben nach Artikel 13 Absatz 1, Artikel 14 Absatz 1 und 2 oder Artikel 15 Absatz 1 der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 168 vom 30.6.2017, S. 12), die zuletzt durch die Verordnung (EU) 2021/337 (ABl. L 68 vom 26.2.2021, S. 1) geändert worden ist, in Verbindung mit den jeweiligen Vorgaben der Kapitel II bis IV der Delegierten Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission (ABl. L 166 vom 21.6.2019, S. 26), die zuletzt durch die Delegierte Verordnung (EU) 2020/1273 (ABl. L 300 vom 14.9.2020, S. 6) geändert worden ist.
- 2a. Angaben nach § 7 des Vermögensanlagengesetzes in Verbindung mit der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, sofern Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes als Gegenleistung angeboten werden; wurde für die Vermögensanlagen innerhalb von zwölf Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage ein Verkaufsprospekt im Inland in deutscher Sprache veröffentlicht, genügt die Angabe, dass ein Verkaufsprospekt veröffentlicht wurde und wo dieser erhältlich ist, sowie die Angabe der seit der Veröffentlichung des Verkaufsprospekts eingetretenen Änderungen;
3. die zur Festsetzung der Gegenleistung angewandten Bewertungsmethoden und die Gründe, warum die Anwendung dieser Methoden angemessen ist, sowie die Angabe, welches Umtauschverhältnis oder welcher Gegenwert sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergibt; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses oder des Gegenwerts und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist, welche Gründe für die Gewichtung bedeutsam waren, und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung der Gegenleistung aufgetreten sind;

Zielgesellschaft zuzurechnen sind³. Aus dem Wortlaut der Bestimmung geht dies allerdings nicht hervor. Dagegen legt die BaFin § 2 Abs. 5 WpÜG formal aus, mit der Folge, dass sämtliche Tochtergesellschaften des Bieters und der anderen mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen in der Angebotsunterlage aufgeführt werden müssen⁴. Dies bläht mitunter den Umfang der Angebotsunterlage unnötig auf, ohne dass damit eine für die Aktionäre der Zielgesellschaft relevante Information verbun- den wäre.⁵ Daher sollte dieser formale Ansatz de lege ferenda überdacht werden⁶.

II. Nach § 30 WpÜG zuzurechnende Stimmrechte

- 4 Zu den Personen, deren Stimmrechte dem Bieter nach § 30 WpÜG **zuzurechnen** sind, gehören zu- nächst Tochterunternehmen des Bieters (die nach § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG und im Übrigen auch als „gemeinsam handelnde Personen“ erfasst werden; siehe Rz. 3). Dazu gehören ferner solche Personen, die Aktien der Zielgesellschaft für Rechnung des Bieters halten (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG), die ihm aufgrund bestimmter sonstiger Vereinbarungen (§ 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3–6 WpÜG) die Ausübung oder den Erwerb der Stimmrechte oder die Erteilung diesbezüglicher Weisungen er- möglichen oder die ihr Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft mit ihm abstimmen (§ 30 Abs. 2 WpÜG). Näheres dazu in den Erläuterungen zu § 30 WpÜG⁷.

III. Mit der Zielgesellschaft gemeinsam handelnde Personen

- 5 Seit Umsetzung der Übernahmerrichtlinie sind – in Umsetzung der entsprechenden Vorgabe in Art. 6 Abs. 3 lit. m) der Übernahmerrichtlinie – dieselben Informationen auch für die mit der Zielgesellschaft gemeinsam handelnden Personen anzugeben.⁸ Soweit der Bieter vor Veröffentlichung der Angebots- unterlage keinen Zugang zur Zielgesellschaft hat, kann er sich insoweit auf die öffentlich verfügbaren Informationen beschränken⁹.

B. Besondere Angaben bei Umtauschangeboten (§ 2 Satz 1 Nr. 2, 2a WpÜG-AngVO)

I. Begriff des Wertpapiers

- 6 Für **Wertpapiere**, die als Gegenleistung angeboten werden, gilt nicht die Definition des § 2 Abs. 2 WpÜG¹⁰, denn diese bezieht sich nach dem Regelungszusammenhang auf Wertpapiere der Zielgesell- schaft (§ 2 Abs. 1 WpÜG). Vielmehr kommen auch andere handelbare vertretbare Wertpapiere i.S.d.

3 *Seibt* in KölnKomm. WpÜG, Anh. § 2 AngebVO Rz. 4; *Thoma* in Baums/Thoma/Verse, § 11 WpÜG Rz. 101.

4 Dazu *Seibt*, CFL 2011, 222, 230 mit Verweis auf die umfangreichen Listen in der Angebotsunterlage für das Übernahmeangebot der OEP Technologie B.V. an die Aktionäre der SMARTRAC NV v. 8.10.2010, S. 37 ff., die mehr als zwei Drittel des Umfangs der Angebotsunterlage einnehmen.

5 *Paschos/Goslar* in Paschos/Fleischer, Hdb. Übernahmerecht nach dem WpÜG, 2017, § 14 Rz. 54 („absurde Di- mensionen“); ähnlich *Kocher*, AG 2018, 308, 311. Aus Gründen der Praktikabilität erfolgt die Auflistung der mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen in der Praxis regelmäßig in einer Anlage zur Angebotsunter- lage. Siehe bspw. die Auflistung in Anlage 3 der Angebotsunterlage für das Übernahmeangebot der Rhine Rail Investment AG an die Aktionäre der Aves One AG v. 21.9.2021, S. 58–96.

6 Ebenso kritisch *Seibt* in KölnKomm. WpÜG, Anh. § 2 AngebVO Rz. 4; *Thoma* in Baums/Thoma/Verse, § 11 WpÜG Rz. 101.

7 Vgl. ferner *Liebscher*, ZIP 2002, 1005 ff.

8 Kritisch zu diesem Erfordernis *Kocher*, AG 2018, 308, 311.

9 *Thoma* in Baums/Thoma/Verse, § 11 WpÜG Rz. 102. Siehe bspw. die Angebotsunterlage für das Übernahme- angebot der Faurecia Participations GmbH an die Aktionäre der HELLA GmbH & Co. KGaA v. 27.9.2021, S. 5 und 20 i.V.m. Anlage 2 und Anlage 3.

10 *Süßmann* in Angerer/Brandt/Süßmann, § 11 WpÜG Rz. 50; *Renner* in FrankfKomm. WpÜG, § 11 WpÜG Rz. 52; *Steinhardt/Nestler* in Steinmeyer, § 11 WpÜG Rz. 38; *Seibt* in KölnKomm. WpÜG, Anh. § 2 AngebVO Rz. 5; *Thoma* in Baums/Thoma/Verse, § 11 WpÜG Rz. 103.

§ 2 Satz 1 Nr. 1 WpPG als Gegenleistung in Betracht, wie z.B. Schuldverschreibungen des Bieters oder eines Dritten. § 2 Satz 1 Nr. 1 WpPG enthält seit dem 21.7.2019 keine eigene Definition mehr, sondern verweist auf Art. 2 lit. a) der EU-ProspektVO¹¹. Danach sind Wertpapiere übertragbare Wertpapiere i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II¹² mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 MiFID II mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II definiert „übertragbare Wertpapiere“ als Wertpapiere, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, wie (a) Aktien und andere, Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellende Wertpapiere sowie Aktienzertifikate; (b) Schuldverschreibungen oder andere verbrieftete Schuldtitel, einschließlich Zertifikaten (Hinterlegungsscheinen) für solche Wertpapiere; oder (c) alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird. Diese Definition entspricht jener des bis 20.7.2019 geltenden § 2 Satz 1 Nr. 1 WpPG a.F. Es sei dahingestellt, ob die Ersetzung der ursprünglichen Definition durch eine dreifache Kettenverweisung der Klarheit und Einfachheit im Sinne der von der EU-Kommission postulierten „better regulation“¹³ dient.

Bei Übernahme- und Pflichtangeboten gelten jedoch die Einschränkungen des § 31 Abs. 2 WpÜG. 6a
Danach sind außer einer Geldleistung nur liquide, zum Handel an einem organisierten Markt zugelassene Aktien für die Art von Angeboten als Gegenleistung zugelassen. Faktisch dürfte es sich dabei vor allem um Aktien des Bieters oder eines mit dem Bieter verbundenen Unternehmens handeln. Denn Wertpapiere eines Dritten (konzernfremden) Emittenten dürften aus praktischen Gründen im Hinblick auf die Haftung nach § 12 WpÜG nur in Ausnahmefällen als Gegenleistung in Betracht kommen (dazu § 31 WpÜG Rz. 43 ff.).

II. Verhältnis zum Wertpapierprospektgesetz und zur EU-ProspektVO

Werden Wertpapiere als Gegenleistung angeboten, differenziert § 2 Satz 1 Nr. 2 WpÜG-AngVO hinsichtlich der Angaben zwischen Wertpapieren, die als Gegenleistung im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots angeboten werden (Nr. 2 lit. a), und Wertpapieren, die als Gegenleistung außerhalb eines Übernahme- oder Pflichtangebots angeboten werden (Nr. 2 lit. b). Letztere Konstellation bezieht sich auf den in der Praxis wenig relevanten Fall eines einfachen Erwerbangebots gegen Wertpapiere. 7

Für als Gegenleistung im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots angebotene Wertpapiere 7a
(Nr. 2 lit. a), richten sich die Angaben nach der Delegierten Verordnung (EU) 2021/528 der Kommission vom 16.12.2020 („Delegierten VO 2021/528“)¹⁴, in der die Mindestanforderungen für ein sog. Befreiungsdokument für Tauschangebote festgelegt sind (Art. 1 Abs. 4 lit. f) EU-ProspektVO)¹⁵. Die in der Angebotsunterlage nach der Delegierten VO 2021/528 im Einzelnen zu machenden Angaben sind

11 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. EU Nr. L 168 v. 30.6.2017, S. 12.

12 Richtlinie 2014/65/EU vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349.

13 EU Commission, Commission Staff Working Document Brussels, SWD (2017) 350 v. 7.7.2017 „Better Regulation Guidelines“, ch. 1 item I „EU action must lead to a simple, clear, stable and predictable regulatory framework“.

14 Delegierten Verordnung (EU) 2021/528 der Kommission vom 16.12.2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die Mindestinformationen des Dokuments, das der Öffentlichkeit bei der Ausnahme von der Prospektspflicht im Zusammenhang mit einer Übernahme im Wege eines Tauschangebots, einer Verschmelzung oder einer Spaltung zur Verfügung zu stellen ist, ABl. EU Nr. L 106 v. 26.3.2021, S. 32.

15 Schulze De la Cruz/Schmoll/Thies, WM 2022, 1817 ff.; Schulze De la Cruz/Schmoll, WM 2020, 630, 633 ff.

Die Mitteilung hat unverzüglich (§ 121 Abs. 1 Satz 1 BGB) und in der von § 45 WpÜG verlangten **Form** zu geschehen. Für das Entstehen der Mitteilungspflicht kommt es auf die **Absicht**, nicht erst auf deren Umsetzung an¹³⁸.

Nach § 20 Abs. 4 Satz 2 WpÜG kann die BaFin die Befreiung widerrufen, wenn der Bieter seine Mitteilungspflicht verletzt. Die Widerrufsmöglichkeit tritt neben eine solche nach §§ 48, 49 VwVfG¹³⁹. Auch **inhaltliche Verstöße** gegen die Vorgaben des § 20 Abs. 2 WpÜG berechtigen zum Widerruf der Befreiung nach § 20 Abs. 4 Satz 2 WpÜG¹⁴⁰. Ein Verstoß gegen die Norm ist **nicht bußgeldbewehrt** (keine Erwähnung in § 60 WpÜG)¹⁴¹.

§ 21 Änderung des Angebots

(1) Der Bieter kann bis zu einem Arbeitstag vor Ablauf der Annahmefrist

1. die Gegenleistung erhöhen,
2. wahlweise eine andere Gegenleistung anbieten,
3. den Mindestanteil oder die Mindestzahl der Wertpapiere oder den Mindestanteil der Stimmrechte, von dessen Erwerb der Bieter die Wirksamkeit seines Angebots abhängig gemacht hat, verringern oder
4. auf Bedingungen verzichten.

Für die Wahrung der Frist nach Satz 1 ist auf die Veröffentlichung der Änderung nach Absatz 2 abzustellen.

(2) Der Bieter hat die Änderung des Angebots unter Hinweis auf das Rücktrittsrecht nach Absatz 4 unverzüglich nach Maßgabe des § 14 Absatz 3 Satz 1 zu veröffentlichen. Der Bieter hat der Bundesanstalt die Veröffentlichung nach § 14 Absatz 3 Satz 1 Nummer 2 unverzüglich unter Übermittlung der veröffentlichten Änderung des Angebots mitzuteilen. § 14 Absatz 4 gilt entsprechend.

(3) § 11 Abs. 1 Satz 2 bis 5, Abs. 3, §§ 12, 13 und 15 Abs. 1 Nr. 2 gelten entsprechend.

(4) Im Falle einer Änderung des Angebots können die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, die das Angebot vor Veröffentlichung der Änderung nach Absatz 2 angenommen haben, von dem Vertrag bis zum Ablauf der Annahmefrist zurücktreten.

(5) Im Falle einer Änderung des Angebots verlängert sich die Annahmefrist um zwei Wochen, sofern die Veröffentlichung der Änderung innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der Angebotsfrist erfolgt. Dies gilt auch, falls das geänderte Angebot gegen Rechtsvorschriften verstößt.

(6) Eine erneute Änderung des Angebots innerhalb der in Absatz 5 genannten Frist von zwei Wochen ist unzulässig.

A. Grundlagen		B. Änderung des Angebots (§ 21 Abs. 1 WpÜG)	
I. Entstehung der Norm	1	I. Anwendungsbereich	10
II. Normzweck	3	II. Zeitrahmen für eine Angebotsänderung nach § 21 WpÜG	11
III. Vergleichbare Regelungen	5	III. Zur Frage der Erweiterung auf Veröffentlichungen nach § 10 WpÜG	16
IV. Geltung der Vorschrift für Übernahmeangebote und Pflichtangebote	9		

138 Noack/Holzborn in Schwark/Zimmer, § 20 WpÜG Rz. 17.

139 Noack/Holzborn in Schwark/Zimmer, § 20 WpÜG Rz. 18.

140 Hirte/Gildehaus in KölnKomm. WpÜG, § 20 WpÜG Rz. 54.

141 Diekmann in Baums/Thoma/Verse, § 20 WpÜG Rz. 58.

IV. Alternativ-Angebote	17	C. Veröffentlichungspflichten	
V. Rechtswirkungen einer Änderung des Angebots	19	(§ 21 Abs. 2 WpÜG)	40
VI. Erlaubte Änderungsmöglichkeiten		D. Entsprechende Anwendung der Vorschriften	
1. Erhöhung der Gegenleistung (§ 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG)	22	über die Angebotsunterlage	
2. Angebot einer anderen Gegenleistung (§ 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG)	26	(§ 21 Abs. 3 WpÜG)	43
3. Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle (§ 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG)	29	E. Rücktrittsrecht (§ 21 Abs. 4 WpÜG)	45
4. Bedingungsverzicht (§ 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 WpÜG)	32	I. Tatbestandsvoraussetzungen	46
5. Berichtigungen oder Aktualisierungen der Angebotsunterlage	36	II. Rechtsfolgen	
6. Weitere Änderungen	37	1. Rechtsfolgen bei Nichtausübung des Rücktrittsrechts	49
7. Individuelle Vereinbarungen mit einzelnen Veräußerern	39	2. Rechtsfolgen bei Ausübung des Rücktrittsrechts	50
		F. Verlängerung der Annahmefrist	
		(§ 21 Abs. 5 WpÜG)	51
		G. Unzulässigkeit einer erneuten Änderung des Angebots (§ 21 Abs. 6 WpÜG)	56

Schrifttum: *Aha*, Rechtsschutz der Zielgesellschaft bei mangelhaften Übernahmeangeboten, AG 2002, 160; *Assmann*, Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote aus Sicht der Bietergesellschaft, AG 2002, 114; *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlichen Verhaltensgeboten, in *Übernahmeangebote*, ZGR-Sonderheft 9, 1990, S. 1; *Berrar*, Die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG, ZBB 2002, 174; *Böckmann/Kießling*, Möglichkeiten der BaFin zur Beendigung von Übernahme-schlachten nach dem WpÜG, DB 2007, 1796; *Busch*, Bedingungen in Übernahmeangeboten, AG 2002, 145; *Busch*, Die Frist für den Bedingungsverzicht gem. § 21 Abs. 1 WpÜG – Wie lange ist ein Werktag?, ZIP 2003, 102; *Cascante/Tyrolt*, 10 Jahre WpÜG – Reformbedarf im Übernahmerecht?, AG 2012, 97; *Deutscher Anwaltverein e.V.*, Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins e.V. zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zu Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WÜG) (April 2001), NZG 2001, 420; *Ekkengal/Hofschröer*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (I), DStR 2002, 724; *Frehse*, Die Angebotsänderung nach § 21 WpÜG – Erfolgs-garant oder doch nur hinausgezögertes Scheitern des öffentlichen Erwerbs- oder Übernahmeangebots?, BB 2018, 2312; *Klemm/Reinhardt*, Verbesserungspotenziale im deutschen Übernahmerecht, NZG 2007, 281; *Land/Hasselbach*, Das neue deutsche Übernahmegesetz, DB 2000, 1747; *Liebscher*, Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP 2001, 853; *Oechsler*, Rechtsgeschäftliche Anwendungsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, ZIP 2003, 1330; *Oechsler*, Der Regierungsentwurf zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Regelungsbedarf auf der Zielgeraden!, NZG 2001, 817; *Oechsler*, Rechtsgeschäftliche Anwendungsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, ZIP 2003, 1330; *Peltzer*, Übernahmeangebote nach künftigem EU-Recht und dessen Umsetzung in deutsches Recht, in *Übernahmeangebote*, ZGR-Sonderheft 9, 1990, S. 179; *Pennington*, The City Code on Takeovers and Mergers, in FS Duden, 1977, S. 379; *von Riegen*, Rechtsverbindliche Zusagen zur Annahme von Übernahmeangeboten (sog. „irrevocable undertakings“), ZHR 167 (2003), 702; *Riehmer/Schröder*, Der Entwurf des Übernahmegesetzes im Lichte von Vodafone/Mannesmann, NZG 2000, 820; *Riehmer/Schröder*, Praktische Aspekte bei der Planung, Durchführung und Abwicklung eines Übernahmeangebots, BB-Beilage 5-2001, 1; *Roth/Zinser*, Österreichisches Übernahmegesetz vom 1.1.1999: Musterregelung für das deutsche Recht?, EWS 2000, 233; *Rothenfußler/Friese-Dormann/Rieger*, Rechtsprobleme konkurrierender Übernahmeangebote nach dem WpÜG, AG 2007, 137; *Schiessl*, Die Liebe der Hedgefonds zum deutschen Beherrschungsvertrag, in FS Ulrich Seibert, 2019, S. 733; *Schüppen*, Übernahmegesetz ante portas! – Zum Regierungsentwurf eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“, WPg 2001, 958; *Singhoff/Weber*, Bestätigung der Finanzierungsmaßnahmen und Barabfindungsgewährleistung nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WM 2002, 1158; *Stephan*, Angebotsaktualisierung, AG 2003, 551; *Stöcker*, Widerruf oder Rücktritt von Angebotsankündigungen, NZG 2003, 993; *Tröger*, Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (I), DZWiR 2002, 353; *Wegen/Fröhlich*, Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG), in Blättchen/Wegen, Übernahme börsennotierter Unternehmen, 2003; *Zinser*, Der britische City Code on Takeovers and Mergers in der Fassung vom 9.3.2001, RIW 2001, 481.

A. Grundlagen

I. Entstehung der Norm

§ 21 WpÜG ist im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens – abgesehen von der Einfügung eines Verweises in § 21 Abs. 3 WpÜG auf die Vorschriften über den Inhalt der Angebotsunterlage im **Referentenentwurf** – unverändert geblieben¹. Kritik an der Regelung ist während des Gesetzgebungsverfahrens nicht geäußert worden². Seit dem Inkrafttreten des WpÜG blieb § 21 WpÜG zunächst unverändert. Das Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG)³ hat nunmehr mit Wirkung zum 1.1.2024 (eher technische) Änderungen in den ersten beiden Absätzen herbeigeführt, die den inhaltlichen Kerngehalt der Regelung indes unberührt lassen. Während im ersten Absatz die Bezugnahme auf „Werktag“ durch „Arbeitstag“ ersetzt wird, werden im zweiten Absatz redaktionelle Anpassungen mit Blick auf den neugefassten § 14 WpÜG vorgenommen, die der Digitalisierung des übernahmerechtlichen Verwaltungsverfahrens dienen.

Auf europäischer Ebene gibt es zu dem von § 21 WpÜG erfassten Regelungskomplex keine vergleichbar detaillierten Bestimmungen. Art. 13 lit. b) der **Übernehmerichtlinie der Europäischen Union** vom 21.4.2004⁴ enthält lediglich einen Auftrag an die Mitgliedstaaten, in der nationalen Gesetzgebung Regelungen zur Änderung des Angebots vorzusehen. Den Mitgliedstaaten ist damit bei der inhaltlichen Ausgestaltung ein Entscheidungsspielraum eröffnet, soweit die allgemeinen Grundsätze der Richtlinie nicht verletzt werden⁵.

II. Normzweck

§ 21 WpÜG ist eine Norm aus dem **Vertragsrecht der öffentlichen Übernahmeangebote**. Die Bestimmung ermöglicht es dem Bieter, sein Angebot in einigen Punkten einseitig (unter Umständen auch mehrfach⁶) zu ändern, um damit die Attraktivität und Erfolgsaussichten des Angebots (auch angesichts möglicherweise veränderter Umstände) zu erhöhen⁷, ohne dann das gesamte Verfahren erneut von Anfang an durchlaufen zu müssen⁸. Allerdings schränkt § 21 WpÜG die rechtsgeschäftliche Freiheit des Bieters bei der Aus- bzw. Umgestaltung des Angebotsverfahrens zum Schutz der Zielgesellschaft und der Aktionäre ein und erlaubt nur gewisse Änderungen⁹. Nach zutreffendem Verständnis der Norm bewirkt diese schließlich eine **Gleichbehandlung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft**, weil die geänderten Bedingungen auch dann gelten, wenn die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft das ursprüngliche Angebot bereits angenommen haben (vgl. dazu Rz. 19 ff.).

1 Vgl. RefE, abgedruckt bei *Fleischer/Kalss*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 374, 385. In § 36 Abs. 1 des Gesetzentwurfs der SPD-Fraktion v. Juli 1997, abgedruckt bei *Fleischer/Kalss*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 209, 215, war dagegen noch vorgesehen, dass Änderungen des Angebots nur bis zu Beginn der letzten Woche der Annahmefrist zulässig sein sollten.

2 Vgl. *Schröder* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 21 WpÜG Rz. 2; *Diekmann* in *Baums/Thoma/Verse*, § 21 WpÜG Rz. 3.

3 Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), BGBl. I 2023, 354 (im Internet abrufbar unter <https://www.recht.bund.de/bgbl/1/2023/354/VO.html>).

4 Richtlinie 2004/25/EG vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EG Nr. L 142 v. 30.4.2004.

5 Vgl. *Diekmann* in *Baums/Thoma/Verse*, § 21 WpÜG Rz. 8, der die sich daraus ergebenden nationalen Unterschiede für akzeptabel hält.

6 *Schröder* in *FrankfKomm. WpÜG*, § 21 WpÜG Rz. 41; *Diekmann* in *Baums/Thoma/Verse*, § 21 WpÜG Rz. 12; *Assmann*, AG 2002, 114, 123. Dies ergibt sich aus einem Umkehrschluss zu § 21 Abs. 6 WpÜG (zu Abs. 6 vgl. Rz. 56 f. im Text). Zu den Grenzen mehrerer dicht aufeinander folgender Änderungen im Hinblick auf das Verbot der Marktverzerrung (§ 3 Abs. 5 WpÜG) vgl. *Beurskens* in *Beurskens/Ehrlicke/Ekkenga*, § 21 WpÜG Rz. 30.

7 *Santelmann* in *Steinmeyer*, § 21 WpÜG Rz. 2; *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 21 WpÜG Rz. 1; *Diekmann* in *Baums/Thoma/Verse*, § 21 WpÜG Rz. 1.

8 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 49.

9 Vgl. *Paschos/Goslar* in *Paschos/Fleischer*, Übernahmerecht-HdB, § 14 Rz. 161; *Tröger*, DZWIR 2002, 353, 360; *Fleischer/Kalss*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 90; *Wackerbarth* in *MünchKomm. WpÜG*, § 21 WpÜG Rz. 1; *Diekmann* in *Baums/Thoma/Verse*, § 21 WpÜG Rz. 1.

- 4 § 21 Abs. 1 WpÜG beruht auf dem Rechtsgedanken, dass die besondere Belastung der Zielgesellschaft durch ein öffentliches Angebot nur dann gerechtfertigt ist, wenn der Bieter rechtsgeschäftlich fest an die Angebotsbedingungen gebunden ist¹⁰. Die Norm verbietet nachträgliche Änderungen eines bereits abgegebenen Angebots deshalb zwar nicht generell, beschränkt die Zulässigkeit von Änderungen aber auf solche, die zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft wirken, weil sie das Angebot verbessern¹¹. § 21 Abs. 2 WpÜG regelt Veröffentlichungs- und Hinweispflichten des Bieters im Falle einer Änderung des Angebots. § 21 Abs. 3 WpÜG erklärt hinsichtlich der formalen und inhaltlichen Anforderungen an die Änderung des Angebots Regelungen über das ursprüngliche Angebot betreffend die Veröffentlichung (§ 11 Abs. 1 Satz 2–5, Abs. 3 WpÜG), die Haftung (§ 12 WpÜG), die Finanzierung (§ 13 WpÜG) sowie die Untersagung des Angebots durch die BaFin (§ 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG) für entsprechend anwendbar (§ 21 Abs. 3 WpÜG verweist zwar seinem Wortlaut nach weiterhin auf § 11 Abs. 1 Satz 2–5 WpÜG, wobei § 11 Abs. 1 Satz 5 WpÜG im Zuge der Umsetzung des ZuFinG [BGBl. I 2023, 354] aufgehoben wurde und es sich daher bei dem verbleibenden Verweis in § 21 Abs. 3 WpÜG lediglich um ein Redaktionsversehen handeln wird). Das Rücktrittsrecht gemäß § 21 Abs. 4 WpÜG gewährleistet, dass den Aktionären der Zielgesellschaft Änderungen nicht gegen ihren Willen aufgedrängt werden können¹². Die Verlängerung der Annahmefrist nach § 21 Abs. 5 WpÜG soll verhindern, dass Aktionäre ohne ausreichende Überlegungsfrist zu einer Entscheidung über das geänderte Angebot gezwungen werden¹³. § 21 Abs. 6 WpÜG beschränkt die Zahl hintereinander geschalteter Änderungsmöglichkeiten während der Verlängerung der Annahmefrist zur Begrenzung der mit dem Angebot verbundenen Behinderung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft¹⁴.

III. Vergleichbare Regelungen

- 5 Art. 14 des **Übernahmekodex**¹⁵ enthielt keine mit § 21 WpÜG vergleichbare Regelung. Stattdessen war im Übernahmekodex vorgesehen, dass der Bieter anstelle einer Änderung des ursprünglichen Angebots ein parallel zu dem ursprünglichen Angebot zu veröffentlichendes **Alternativ-Angebot** vorlegen sollte. Die Abgabe eines solchen Alternativ-Angebots war nach Art. 14 Satz 1 des Übernahmekodex insbesondere dann möglich, wenn nach Veröffentlichung des ursprünglichen Angebots bessere konkurrierende Angebote durch Dritte abgegeben wurden. In einem solchen Fall gestattete Art. 14 Satz 2 des Übernahmekodex insbesondere eine mit der Übernahmekommission abzustimmende Verlängerung der ursprünglichen Angebotsfrist. Wertpapierinhaber, die das ursprüngliche Angebot bereits angenommen hatten, konnten nach Art. 14 Satz 4 des Übernahmekodex von dem ursprünglichen Angebot zurücktreten und das bessere Angebot annehmen.
- 6 Das **österreichische Übernahmegesetz** erlaubt es dem Bieter ebenfalls, die in seinem Angebot vorgesehene Gegenleistung während der Laufzeit des Angebot zu verbessern und das Angebot zugunsten der Beteiligungsinhaber auch sonst zu ändern (§ 15 Übernahmegesetz)¹⁶. Für die Veröffentlichung des geänderten Angebots gelten die Bestimmungen über die Veröffentlichung des ursprünglichen Angebots entsprechend. Der Bieter hat das verbesserte oder sonst geänderte Angebot frühestens am vier-

10 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 49; *Beurskens* in *Beurskens/Ehrlicke/Ekkenga*, § 21 WpÜG Rz. 1; *Tröger*, DZWIR 2002, 353, 360.

11 *Oechsler*, ZIP 2003, 1330, 1333; *Thun/Brandi* in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 21 WpÜG Rz. 8; *Tröger*, DZWIR 2002, 353, 360; *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, *Public Company Takeovers in Germany*, S. 154, 178; *Diekmann* in *Baums/Thoma/Verse*, § 21 WpÜG Rz. 1.

12 *Beurskens* in *Beurskens/Ehrlicke/Ekkenga*, § 21 WpÜG Rz. 4; *Thun/Brandi* in *Angerer/Brandi/Süßmann*, § 21 WpÜG Rz. 57.

13 *Wackerbarth* in *MünchKomm. WpÜG*, § 21 WpÜG Rz. 50; *Beurskens* in *Beurskens/Ehrlicke/Ekkenga*, § 21 WpÜG Rz. 5.

14 *Hasselbach* in *KölnKomm. WpÜG*, § 21 WpÜG Rz. 4; *Beurskens* in *Beurskens/Ehrlicke/Ekkenga*, § 21 WpÜG Rz. 5.

15 Vgl. *Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen*, abgedruckt bei *Fleischer/Kalss*, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, S. 201, 205.

16 Vgl. *Dirregger/Kalss/Winner* in *MünchKomm. WpÜG*, 3. Aufl. 2013, *Österr. Übernahmerecht* Rz. 169; *Diekmann* in *Baums/Thoma/Verse*, § 21 WpÜG Rz. 6.

ten und spätestens am siebten Börsentag nach Eingang der Anzeige bei der Übernahmekommission zu veröffentlichen. Nach § 15 Abs. 3 Übernahmegesetz nehmen an verbesserten Gegenleistungen auch die zu diesem Zeitpunkt bereits erklärten Annahmen teil. Dies gilt ebenfalls für sonstige Änderungen zugunsten des Aktionärs, es sei denn, dass dieser widerspricht¹⁷.

Art. 15 Abs. 1 der **schweizerischen Übernahmeverordnung** gestattet Änderungen eines veröffentlichten Angebots nur für den Fall, dass die Änderung insgesamt gesehen zugunsten der Empfänger wirken¹⁸. Dies erlaubt auch einzelne nachteilige Veränderungen, soweit im Ergebnis von einer Verbesserung des Angebots auszugehen ist. Gemäß Art. 15 Abs. 3 der Übernahmeverordnung kann die Änderung bis zum Ablauf des letzten Börsentags der Angebotsfrist erfolgen. Sie ist in der gleichen Form wie das ursprüngliche Angebot zu veröffentlichen (Art. 15 Abs. 2 Übernahmeverordnung). Wird eine Änderung jedoch weniger als 10 Börsentage vor Ablauf des Angebots veröffentlicht, ist die Angebotsfrist nach Anzeige der Änderung um weitere zehn Börsentage zu verlängern¹⁹. Beide Fristen werden auf fünf Börsentage verkürzt, wenn der Bericht der Zielgesellschaft zusammen mit der Änderung veröffentlicht wird (Art. 15 Abs. 4 Übernahmeverordnung).

Der **britische Takeover Code** enthält Regelungen zur Änderung des Angebots in den Rules 32 und 33. Dabei unterscheidet der Takeover Code zwischen Änderungen des ursprünglichen Angebots (*revision*) und der Abgabe eines neuen Angebots, das neben das bisherige Angebot tritt (*alternative offer*). Auch in Großbritannien ist eine Änderung des ursprünglichen Angebots grundsätzlich nur zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft zulässig²⁰. Allerdings kommt **in Ausnahmefällen** auch eine Änderung des Angebots **zum Nachteil der Aktionäre** der Zielgesellschaft in Betracht. Wird das Angebot geändert, hat die verbleibende Annahmefrist für das geänderte Angebot mindestens 14 Tage zu betragen (Rule 32.1 lit. c) Takeover Code)²¹. Dies bedeutet, dass die Änderung des Angebots mindestens 14 Tage vor Ablauf der Annahmefrist veröffentlicht werden muss. Zu einer Verlängerung der Annahmefrist kommt es nicht. Rule 32.2 Takeover Code bestimmt, dass Änderungen dann nur in seltenen Ausnahmefällen zulässig sind, wenn das ursprüngliche Angebot von dem Bieter als endgültig bezeichnet worden ist (*no increase statement*). Dies gilt unabhängig davon, ob durch die Änderung eine Erhöhung oder eine Verminderung der angebotenen Gegenleistung herbeigeführt werden soll²². Aktionäre der Zielgesellschaft, die das ursprüngliche Angebot bereits angenommen haben, sind nach Rule 32.3 Takeover Code im Fall einer Änderung berechtigt, die in dem geänderten Angebot offerierte Gegenleistung zu erhalten²³. Im Grundsatz finden diese Regelungen auch auf den Fall eines neben das ursprüngliche Angebot tretenden Alternativ-Angebots Anwendung (Rule 33.1 Takeover Code)²⁴.

IV. Geltung der Vorschrift für Übernahmeangebote und Pflichtangebote

§ 21 WpÜG gilt für freiwillige ebenso wie für Übernahme- und Pflichtangebote (zu Ausnahmen siehe unter Rz. 29 und Rz. 35)²⁵. Zu Alternativ-Angeboten vgl. Rz. 17 f.

17 Roth/Zinser, EWS 2000, 233, 237.

18 Vgl. Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 4.

19 Vgl. Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 4; Diekmann in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 7.

20 Vgl. Zinser, RIW 2001, 481, 486.

21 Vgl. Zinser, RIW 2001, 481, 486; Pennington in FS Duden, S. 379, 389; Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 5.

22 Vgl. Diekmann in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 5.

23 Vgl. Pennington in FS Duden, S. 379, 389; Diekmann in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 5.

24 Diekmann in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 5.

25 Schröder in FrankfKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 1; Apfelbacher/Barthelmess/Buhl/von Dryander, German Takeover Law, § 21 Rz. 2; Diekmann in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 9; Noack/Holzborn in Schwark/Zimmer, § 21 WpÜG Rz. 3; Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins e.V. zum Referentenentwurf vom April 2001, NZG 2001, 420, 425.

B. Änderung des Angebots (§ 21 Abs. 1 WpÜG)

I. Anwendungsbereich

- 10 Sobald die Angebotsunterlage gemäß § 14 Abs. 3 WpÜG veröffentlicht ist, sind Änderungen des Angebots nach § 21 WpÜG zu beurteilen. **Vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage** sind Änderungen der Angebotsunterlage dagegen grundsätzlich uneingeschränkt möglich²⁶. So ist insbesondere denkbar, dass der Bieter sein Angebot noch während des laufenden Prüfungsverfahrens durch die BaFin nach § 14 Abs. 1 WpÜG modifiziert. Dies führt dann freilich dazu, dass die geänderte Angebotsunterlage der BaFin erneut zur Gestattung vorgelegt werden muss²⁷. **Nach der Gestattung der Veröffentlichung** des Angebots gemäß § 14 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG sind Änderungen des Angebots theoretisch (immer noch) ohne Beachtung des § 21 WpÜG denkbar. Da die Angebotsunterlage gemäß § 14 Abs. 2 WpÜG nach der Gestattung durch die BaFin vom Bieter aber unverzüglich zu veröffentlichen ist, handelt es sich hierbei nur um einen zeitlich sehr begrenzten Zeitraum. Außerdem geht die BaFin bei ihrer Gestattung davon aus, dass die von ihr gestattete Unterlage mit der zu veröffentlichenden Unterlage übereinstimmt. Eigenmächtige, von der BaFin nicht mehr kontrollierte Änderungen in diesem Zeitraum sind daher mit der Gefahr einer Untersagungsverfügung gemäß § 15 Abs. 1 und 2 WpÜG verbunden²⁸.

II. Zeitrahmen für eine Angebotsänderung nach § 21 WpÜG

- 11 Nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage ist eine **Änderung** des Angebots nur **bis zu einem Arbeitstag vor Ablauf der Annahmefrist** möglich (§ 21 Abs. 1 Satz 1 WpÜG)²⁹. Die **Bestimmung der Frist** hat in der Praxis Schwierigkeiten hervorgerufen. Nach richtiger Auffassung müssen zwischen dem Ende der in der Angebotsunterlage bestimmten Annahmefrist und der Veröffentlichung der Angebotsänderung **mindestens 24 Stunden** liegen. Es ist dagegen nicht erforderlich, dass zwischen der Veröffentlichung und dem Ende der Annahmefrist ein Arbeitstag frei bleibt³⁰. Endet die Annahmefrist also etwa an einem Mittwoch um 24:00 Uhr, so hat die Veröffentlichung der Änderung bis Dienstag 24:00 Uhr zu erfolgen³¹. Da die Änderung des Angebots aber gemäß § 14 Abs. 2 i.V.m. § 14 Abs. 3 Satz 1 WpÜG im Bundesanzeiger bekanntzumachen ist, sind die **Vorlaufzeiten für die Veröffentlichung** mit einzubeziehen, so dass die Frist nicht voll ausgeschöpft werden kann³².

Die bestehenden Regelungen für den Zeitrahmen bei der Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle bzw. den Verzicht auf eine Mindestannahmeschwelle nach § 21 Abs. 1 Nr. 3 und 4 WpÜG sind kritisch zu sehen und weisen Reformbedarf auf³³. Insbesondere institutionelle Anleger liefern ihre Aktien oftmals erst am letzten Tag der Annahmefrist in das Angebot ein³⁴. An diesem Tag kann der Bieter *de lege lata* jedoch nicht mehr die Herabsetzung oder den Verzicht erklären. Nach § 21 Abs. 1 Satz 1

26 *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 10; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 21 WpÜG Rz. 1 mit Fn. 1.

27 *Beurskens* in Beurskens/Ehrlicke/Ekkenga, § 21 WpÜG Rz. 1; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 10.

28 *Oechler*, ZIP 2003, 1330, 1331.

29 Vgl. zum Normzweck *Mielke* in Beckmann/Kersting/Mielke, Übernahmerecht, Rz. B 164. Zur Koordinierung bei weltweit ausgelegten Angeboten vgl. *Riehmer/Schröder*, NZG 2000, 820, 823.

30 *Busch*, ZIP 2003, 102, 104; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 21 WpÜG Rz. 20; *Rahlf* in Bad Homburger Hdb., Rz. 393. A.A. *Diekmann* in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 34; *Sohbi* in *Heidel*, § 21 WpÜG Rz. 4; *Paschos/Goslar* in Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-HdB, § 14 Rz. 169 sowie im Rahmen der vergleichbaren Fristenregelung in § 9 VerkProspG a.F. die BaFin, vgl. etwa Bekanntmachung des BAWE v. 6.9.1999, BAnz. v. 21.9.1999, S. 16180, § 9 Abs. 1.

31 Ausführlich *Busch*, ZIP 2003, 102, 103; ferner *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 39; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 15; *Diekmann* in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 33 f.

32 *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 39; *Rothenfußer/Friese-Dormann/Rieger*, AG 2007, 137, 140.

33 So schon *Klemm/Reinhardt*, NZG 2007, 281, 285; *Cascante/Tyrolt*, AG 2012, 97, 99 ff.

34 Vgl. *Klemm/Reinhardt*, NZG 2007, 281, 282; *Strunk/Linke* in Veil/Drinkuth, Reformbedarf im Übernahmerecht, S. 3, 26 f.

WpÜG muss dies bis zu einem Arbeitstag vor Ablauf der Annahmefrist geschehen, wobei nach § 21 Abs. 1 Satz 2 für die Wahrung der Frist auf die Veröffentlichung nach § 21 Abs. 2 WpÜG abzustellen ist. Der Bieter muss deshalb die Herabsetzung der Mindestannahmeschwelle bzw. den Verzicht hierauf zu einem Zeitpunkt erklären, zu dem er nicht einschätzen kann, ob die Mindestannahmeschwelle letztlich erreicht werden wird oder nicht³⁵. Die besseren Gründe sprechen deshalb dafür, einem Vorschlag zur Gesetzesänderung zu folgen, wonach der Bieter **nachträglich** auf die Mindestannahmeschwelle verzichten oder diese herabsetzen können soll, wenn den Aktionären dann ebenfalls eine verlängerte Annahmefrist i.S.v. § 21 Abs. 5 WpÜG und ein Rücktrittsrecht nach § 21 Abs. 4 WpÜG eingeräumt wird³⁶.

Eine andere Fristberechnung gilt, wenn – wie in der Praxis überwiegend – die Annahmefrist des Angebots zu einer **bestimmten Uhrzeit** an einem Tag (zumeist 12:00 Uhr mittags) endet³⁷. Hier ist § 187 Abs. 1 BGB maßgebend, wonach der letzte Tag der Annahmefrist bei der Fristberechnung nicht mitzuzählen ist³⁸. Dies führt dazu, dass in dem Beispielsfall eine Änderung des Angebots nur bis einschließlich Montags zulässig ist³⁹. Feiertage sind nach Maßgabe des § 193 BGB zu berücksichtigen. An die Stelle eines staatlich anerkannten allgemeinen Feiertags tritt der nächste Werktag. Dabei ist auf sämtliche lokalen Feiertage am Sitz des Bieters und den Börsenhandelsplätzen der Zielgesellschaft abzustellen⁴⁰. Dass nach der Vorstellung des Gesetzgebers des Zukunftsfinanzierungsgesetzes im Kontext der Bestimmung des Begriffs des „Arbeitstages“ auf sämtliche lokalen Feiertage am Dienstsitz der BaFin in Frankfurt am Main abzustellen sein soll⁴¹, ändert daran nichts. Denn für die Auslegung des § 193 BGB, der unverändert an den „Werktag“ und nicht den „Arbeitstag“ anknüpft, ist diese Vorstellung des Gesetzgebers nicht maßgebend.

Endet die Annahmefrist an einem Montag um 24:00 Uhr, ist die Veröffentlichung am Samstag, bei dem es sich um einen Werktag handelt (§ 193 BGB), dagegen ausreichend⁴². Anders ist es wiederum, wenn die Annahmefrist montags um 12:00 Uhr endet. In diesem Fall ist die Änderung spätestens an dem vorangehenden Donnerstag zu veröffentlichen, weil den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft für die Annahme regelmäßig weder der Samstag noch der Sonntag zur Verfügung steht (es sei denn Annahmeerklärungen gegenüber dem depotführenden Kreditinstitut sind ausnahmsweise auch an einem Samstag möglich)⁴³.

Folgt die Veröffentlichung der Änderung **verspätet**, so ist sie unzulässig. Sie bleibt dann gegenüber den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft ohne Rechtswirkungen⁴⁴. Bei einem verspäteten Verzicht

35 *Cascante/Tyrolt*, AG 2012, 97, 100; *Klemm/Reinhardt*, NZG 2007, 281, 282.

36 Ausführlich *Cascante/Tyrolt*, AG 2012, 97, 102; ähnlich *Schiessl* in FS Ulrich Seibert, S. 733, 743, jedoch insofern einschränkend, als er die erweiterte Annahmefrist des § 16 Abs. 2 WpÜG für ausreichend erachtet und deshalb die Anwendbarkeit von § 21 Abs. 4, 5 WpÜG nicht für erforderlich hält.

37 Diese Praxis beruht auf dem Bedürfnis, noch am selben Werktag die Umbuchung der eingereichten Aktien in die ihnen zugewiesene Wertpapier-Kenn-Nummer durch die Depotbanken sicher zu stellen und so die unter dieser WKN eingebuchten Stückzahlen bei der Clearstream Banking AG abfragen zu können. Auf diese Weise kann die vorletzte Meldung gemäß § 23 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG zeitnah veröffentlicht werden; vgl. *Busch*, ZIP 2003, 102, 103.

38 *Busch*, ZIP 2003, 102, 103; a.A. *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 15 für Nichtanwendbarkeit der §§ 187 ff. BGB.

39 *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 39; *Diekmann* in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 34; *Busch*, ZIP 2003, 102, 103.

40 So auch *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 39 mit Fn. 67 i.V.m. *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 16 WpÜG Rz. 10; *Paschos/Goslar* in Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-HdB, § 14 Rz. 169. Nur bundeseinheitliche Feiertage *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 21 WpÜG Rz. 20. Nur Feiertage am Sitz der Zielgesellschaft *Diekmann* in Baums/Thoma/Verse, § 21 WpÜG Rz. 35.

41 Begründung zu Art. 8 Nr. 2 Zukunftsfinanzierungsgesetz-RegE, S. 108 f., im Internet abrufbar unter https://www.bmj.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/2023_Zukunftsfinanzierungsgesetz.html?nn=110490.

42 *Busch*, ZIP 2003, 102, 103; einschränkend *Santelmann* in Steinmeyer, § 21 WpÜG Rz. 6 mit dem Hinweis darauf, dass die erforderliche Veröffentlichung an den Publikationszeiten des Bundesanzeigers scheitert; a.A. *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 15.

43 *Wackerbarth* in MünchKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 39.

44 *Beurskens* in Beurskens/Ehrliche/Ekkenga, § 21 WpÜG Rz. 23; *Hasselbach* in KölnKomm. WpÜG, § 21 WpÜG Rz. 19; *Busch*, ZIP 2003, 102, 103 mit Fn. 15.

Um eine schnelle Sachverhaltsaufklärung zu gewährleisten, kann die BaFin gemäß § 41 Abs. 3 Satz 2 WpÜG den Beteiligten darüber hinaus Fristen setzen, nach deren Ablauf weiterer Vortrag im Widerspruchsverfahren unangreifbar⁷⁵ **präkludiert** ist. Die Fristsetzung nach § 41 Abs. 3 Satz 2 WpÜG liegt, auch was den Umfang der Frist angeht, im **Ermessen** der Behörde⁷⁶. Eine besondere **Form** ist für die Fristsetzung nicht erforderlich. Um rechtsstaatlich bedenkliche Überraschungsentscheidungen auszuschließen, ist jedoch entsprechend § 87b Abs. 3 Satz 1 Nr. 3, § 128a Abs. 1 Satz 3 VwGO zu verlangen, dass sie mit einem **Hinweis** auf die Folge der Präklusion versehen wird⁷⁷.

Auch Angriffs- und Verteidigungsmittel, die **verspätet**, d.h. nicht innerhalb einer von der Behörde gesetzten Frist vorgebracht werden, können nach freier Überzeugung der Behörde zurückgewiesen oder berücksichtigt werden. Das entspricht der Vorstellung des Gesetzgebers⁷⁸ und dem Ziel der Vorschrift, das Verfahren zu fördern und seinen raschen Abschluss zu ermöglichen (§ 41 Abs. 3 Satz 1 WpÜG)⁷⁹, und ist, auch wenn die Vorschrift dies besser selbst zum Ausdruck brächte, dem in § 87b Abs. 3 Satz 1 Nr. 3, § 128a Abs. 1 Satz 3 VwGO zum Ausdruck kommenden Rechtsgedanken zu entnehmen⁸⁰. Daneben ist gemäß § 31 Abs. 7 VwVfG auch eine **Fristverlängerung** möglich, wohingegen eine Wiedereinsetzung nach § 32 Abs. 1 VwVfG ausscheidet, da es sich bei der nach § 41 Abs. 3 Satz 2 WpÜG gesetzten Frist nicht um eine gesetzliche Frist handelt⁸¹. Der im Widerspruchsverfahren präkludierte Vortrag kann auf jeden Fall in einem sich anschließenden Beschwerdeverfahren vorgebracht werden⁸².

§ 42 Sofortige Vollziehbarkeit

Der Widerspruch gegen Maßnahmen der Bundesanstalt nach § 4 Abs. 1 Satz 3, § 15 Abs. 1 oder 2, § 28 Abs. 1 oder § 40 Abs. 1 und 2 hat keine aufschiebende Wirkung.

A. Überblick	1	C. Sofortvollzug	6
B. Betroffene Verfügungen	3		

Schrifttum: Siehe das Allgemeine Schrifttumsverzeichnis.

A. Überblick

Regelmäßig hat der Widerspruch gegen einen Verwaltungsakt **aufschiebende Wirkung** (§ 80 Abs. 1 VwGO), so dass dieser in seiner Wirksamkeit vorläufig gehemmt ist und nicht vollzogen werden kann

75 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 63: „Die Nichtberücksichtigung des verspäteten Vorbringens ist nicht gesondert angreifbar, so dass keine Verzögerung durch Einlegung eines gesonderten Rechtsbehelfs eintreten kann.“ Vgl. auch *Ehricke* in Beurskens/Ehricke/Ekkenga, § 41 WpÜG Rz. 53; *Ritz* in Baums/Thoma, § 41 WpÜG Rz. 33 ff.; *Schmiady* in Steinmeyer, § 41 WpÜG Rz. 30 ff.

76 *Ehricke* in Beurskens/Ehricke/Ekkenga, § 41 WpÜG Rz. 51; *Süßmann* in Angerer/Brandi/Süßmann, § 41 WpÜG Rz. 25. Vgl. auch *Giesberts* in KölnKomm. WpÜG, § 41 WpÜG Rz. 76 (angemessene Frist).

77 Entsprechend zu § 167 Abs. 1 GWB bzw. noch zum wortgleichen § 113 Abs. 2 Satz 2 GWB a.F. *Dreher* in Immenga/Mestmäcker, 5. Aufl. 2014, § 113 GWB Rz. 23. Vgl. auch *Jobst* in Baums/Thoma/Verse, § 41 WpÜG Rz. 85; *Schmiady* in Steinmeyer, § 41 WpÜG Rz. 30; *Süßmann* in Angerer/Brandi/Süßmann, § 41 WpÜG Rz. 25.

78 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 63.

79 So auch nun *Jobst* in Baums/Thoma/Verse, § 41 WpÜG Rz. 84.

80 I.E. wie hier *Ehricke* in Beurskens/Ehricke/Ekkenga, § 41 WpÜG Rz. 50; *Giesberts* in KölnKomm. WpÜG, § 41 WpÜG Rz. 75 (mit dem Vorbehalt: soweit dadurch nicht Dritte belastet werden).

81 Ebenso *Jobst* in Baums/Thoma/Verse, § 41 WpÜG Rz. 85.

82 Vgl. *Ehricke* in Beurskens/Ehricke/Ekkenga, § 41 WpÜG Rz. 52; *Schmiady* in Steinmeyer, § 41 WpÜG Rz. 32; *Jobst* in Baums/Thoma, § 41 WpÜG Rz. 86; *Schweizer* in FrankfKomm. WpÜG, § 41 WpÜG Rz. 21; *Sohbi* in Heidelberg, § 41 WpÜG Rz. 6.

(sog. Suspensiveffekt). Davon abweichend (siehe § 80 Abs. 2 Nr. 3 VwGO) ordnet die Vorschrift an, dass Widersprüche gegen Verfügungen der BaFin, welche diese auf der Grundlage von § 4 Abs. 1 Satz 3, § 15 Abs. 1 oder 2, § 28 Abs. 1¹ oder § 40 Abs. 1 und 2 WpÜG erlassen hat, **keine aufschiebende Wirkung** haben und damit sofort vollziehbar sind. Vergleichbare Vorschriften finden sich in § 49 KWG, § 13 WpHG² und § 31 WpPG. Die Norm hat durch Art. 1 Nr. 19 des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes³ eine rein redaktionelle, auf die gleichzeitige Änderung des § 40 WpÜG (siehe § 40 WpÜG Rz. 2) reagierende Änderung erfahren: die vormalige Angabe „§ 40 Abs. 1 bis 4“ wurde durch die Angabe „§ 40 Abs. 1 und 2“ ersetzt.

- 2 **Zweck** dieser Regelung ist es zu verhindern, dass durch die Einlegung eines Widerspruchs gegen belastende Verfügungen der BaFin „der Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft, der im Regelfall bei den in diesem Zusammenhang maßgeblichen Entscheidungen den Interessen des Bieters vorgeht, durch die Nichtvollziehung der Verfügungen gefährdet“ oder im Falle von „Widersprüchen gegen Auskunft- und Vorlageersuchen nach § 40 [...] die aufschiebende Wirkung zu einer Verzögerung der Sachverhaltsaufklärung führen und damit eine zügige Durchführung von Verfahren behindern“ würde⁴. Insbesondere gilt es zu vermeiden, dass Maßnahmen der BaFin zur Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Angebotsverfahrens und zum Schutz der Interessen der Angebotsbeteiligten erst zu einem Zeitpunkt greifen, in dem das Angebotsverfahren bereits beendet ist oder die Pflichtverletzung irreversible Folgen gezeitigt hat. Zusammen mit § 49 WpÜG, demzufolge auch die Beschwerde grundsätzlich keine aufschiebende Wirkung entfaltet, hat die Vorschrift darüber hinaus den Effekt, dass die Geltendmachung von Rechtsbehelfen und Rechtsmitteln nicht als Instrumente zur Abwehr von Angeboten, namentlich zur Bekämpfung von Übernahmeangeboten, eingesetzt werden können. Die BaFin wird durch die Regelung der Notwendigkeit enthoben, die sofortige Vollziehung aus den genannten Gründen in jedem Einzelfall anzuordnen und schriftlich zu begründen (§ 80 Abs. 2 Satz 1 Nr. 4 i.V.m. Abs. 3 VwGO).

B. Betroffene Verfügungen

- 3 Auf Grund von § 42 WpÜG **entfällt die aufschiebende Wirkung** eines **Widerspruchs nur** bei Widersprüchen gegen Maßnahmen der BaFin nach § 4 Abs. 1 Satz 3, § 15 Abs. 1 oder 2, § 28 oder § 40 Abs. 1 und 2 WpÜG. Der Widerspruch gegen Verfügungen der BaFin, welche diese auf anderweitige Ermächtigungsgrundlagen des WpÜG stützt, haben deshalb aufschiebende Wirkung⁵, sofern diese nicht wiederum nach anderweitigen Vorschriften entfällt. So haben etwa aufgrund von § 80 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 VwGO Widersprüche gegen **Kostenbescheide** der BaFin nach §§ 44, 47 WpÜG und aufgrund von § 46 Satz 3 WpÜG Widersprüche gegen die **Androhung und Festsetzung von Zwangsmitteln** nach §§ 13, 14 VwVG keine aufschiebende Wirkung⁶.
- 4 Bei den von § 42 WpÜG erfassten **Maßnahmen** der BaFin handelt es sich im Einzelnen um die folgenden:

1 § 28 WpÜG ist seit Inkrafttreten des ZuFinG (BGBl. 2023 I Nr. 354) nicht mehr in Absätze unterteilt. Dies wurde im Gesetzestext von § 42 WpÜG bislang nicht berücksichtigt.

2 Vgl. hierzu – auch mit prozess-, verfassungs- und unionsrechtlichen Hintergründen – die Kommentierung von *Spoerr* in Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbart, § 13 WpHG Rz. 1–8 zu Zweck und Verfahren und unionsrechtlichen Hintergründen sowie Rz. 9–19 zum prozessrechtlichen Hintergrund.

3 Gesetz vom 8.7.2006 zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, BGBl. I 2006, 1426.

4 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 63.

5 Aufschiebende Wirkung haben etwa Widersprüche gegen den Widerruf oder die Rücknahme von Befreiungen nach § 10 Abs. 1 Satz 3, Abs. 2 Satz 1 WpÜG sowie nach § 20 Abs. 1, § 24, § 36, § 37 WpÜG.

6 *Ehricke* in Beurskens/Ehricke/Ekkenga, § 42 WpÜG Rz. 5; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 42 WpÜG Rz. 3 mit fehlerhafter Zitierung und Einordnung der vorstehenden Ausführungen als a.A.; *Schweizer* in Frankf.-Komm. WpÜG, § 42 WpÜG Rz. 2, der das Fehlzitat von Noack/Holzborn übernimmt; *Sohbi* in Heidel, § 42 WpÜG Rz. 3; *Süßmann* in Angerer/Brandi/Süßmann, § 42 WpÜG Rz. 4; *Krefse* in MünchKomm. AktG, § 42 WpÜG Rz. 4.

- Anordnungen im Rahmen der **allgemeinen Missstandsaufsicht**, d.h. zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen i.S.v. § 4 Abs. 1 Satz 2 WpÜG (§ 4 Abs. 1 Satz 3 WpÜG), sowie der **besonderen Missstandsaufsicht** in Bezug auf **Werbung** im Zusammenhang mit Angeboten (§ 28 WpÜG). Rechtsschutzinteressen der Verfügungsadressaten haben in diesen Fällen den Interessen der übrigen Angebotsbeteiligten, namentlich der Adressaten des Angebots, an der ordnungsgemäßen Unterbreitung und Durchführung des Angebots nachzustehen. Wegen des Einflusses der Werbung auf die Angebotsadressaten gilt es vor allem zu verhindern, dass unzulässige oder zweifelhafte Werbung durch die aufschiebende Wirkung eines Widerspruchs ihre Wirkung entfalten kann⁷.
- Verfügungen zur Untersagung des Angebots wegen unvollständiger oder unrichtiger **Angebotsunterlagen**, offensichtlicher Verstöße gegen Vorschriften des WpÜG bzw. einer auf Grund dieses Gesetzes erlassenen Rechtsverordnung sowie unterlassener Übermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin oder unterlassener bzw. fehlerhafter Veröffentlichung der Angebotsunterlage (§ 15 Abs. 1, 2 WpÜG). In diesen Fällen geht es vor allem darum zu verhindern, dass potentielle Pflichtverletzungen des Bieters im Kernbereich eines Angebotsverfahrens – die Anforderungen an den Inhalt, die Prüfung und die Veröffentlichung der Angebotsunterlage betreffend – mehr als vermeidbar Einfluss auf den Erfolg eines Angebots erlangen oder anderen Angebotsbeteiligten Nachteile zufügen können.
- Verfügungen der BaFin, mit denen diese nach § 40 Abs. 1 WpÜG **Auskunft** oder die Vorlage von **Unterlagen** oder nach § 40 Abs. 2 WpÜG für ihre Bediensteten und die von ihr beauftragten Personen das Betreten von Grundstücken oder Geschäftsräumen verlangt. In diesen Fällen würde die aufschiebende Wirkung eines Widerspruchs zu einer Verzögerung der Sachverhaltsaufklärung führen und damit eine zügige Durchführung der Verfahren behindern⁸.

C. Sofortvollzug

Einer Verfügung der BaFin nach § 4 Abs. 1 Satz 3, § 15 Abs. 1 oder 2, § 28 oder § 40 Abs. 1 und 2 WpÜG hat deren Adressat so lange **Folge zu leisten**, wie die jeweilige Maßnahme nicht widerrufen oder zurückgenommen wurde oder das **Beschwerdegericht** (i.S.d. § 48 Abs. 4 WpÜG) auf Antrag nach Maßgabe von § 50 Abs. 3 und Abs. 4 WpÜG die **aufschiebende Wirkung des Widerspruchs angeordnet** hat. Neben dieser Bestimmung besteht für die Annahme, der Betroffene könne in direkter⁹ oder analoger¹⁰ Anwendung des § 80 Abs. 4 Satz 1 VwGO bei der BaFin auch einen Antrag auf Aussetzung der Vollziehung stellen, kein Raum¹¹.

Umgekehrt kann die BaFin in den in § 42 WpÜG nicht angeführten Fällen – d.h. denjenigen, bei denen der Widerspruch aufschiebende Wirkung hat – die **sofortige Vollziehung analog § 50 Abs. 1 und 2 WpÜG und § 80 Abs. 2 Nr. 4 VwGO unter Beachtung der Begründungspflicht nach § 80 Abs. 3 VwGO anordnen**, denn es erscheint sinnwidrig, dass die Behörde zwar die aufschiebende Wirkung einer Beschwerde, nicht aber des Widerspruchs, der dieser vorausgehen muss, aufheben kann¹². Dass im Zusammenhang mit der Regelung des § 42 WpÜG eine entsprechende Ermächtigung der Behörde fehlt, beruht darauf, dass sich der Gesetzgeber bei dem angebotsrechtlichen Rechtsschutzverfahren weitgehend an dem kartellrechtlichen orientierte. Dieses kennt jedoch kein vorgeschaltetes Widerspruchsverfahren und enthält deshalb neben § 65 Abs. 1 GWB, dem § 50 WpÜG weitgehend ent-

7 Ebenso *Schmiady* in Steinmeyer, § 42 WpÜG Rz. 5.

8 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 63.

9 So trotz anklingender Bedenken auch *Jobst* in Baums/Thoma/Verse, § 42 WpÜG Rz. 14.

10 *Schweizer* in FrankfKomm. WpÜG, § 50 WpÜG Rz. 17 f. (für eine Aussetzungsbefugnis „aus der allgemeinen Sachzuständigkeit der Behörde“); *Süßmann* in Angerer/Brandi/Süßmann, § 42 WpÜG Rz. 6 (für eine analoge Anwendung).

11 *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 42 WpÜG Rz. 5 (Fn. 6: „Nicht in § 50 vorgesehen“); ebenso *Schmiady* in Steinmeyer, § 42 WpÜG Rz. 8.

12 Siehe § 50 WpÜG Rz. 4 und neben den dort Genannten noch *Giesberts* in KölnKomm. WpÜG, § 42 WpÜG Rz. 10; *Noack/Holzborn* in Schwark/Zimmer, § 42 WpÜG Rz. 4, § 50 WpÜG Rz. 1; *Louven* in Angerer/Brandi/Süßmann, § 50 WpÜG Rz. 3; für eine Anordnungsbefugnis unmittelbar aus § 80 Abs. 2 Satz 1 Nr. 4 VwGO demgegenüber *Krefe* in MünchKomm. AktG, § 42 WpÜG Rz. 4, § 50 WpÜG Rz. 5.