

Abkürzungsverzeichnis	21
Kapitel Eins: Einführung	29
A. Einleitung	29
I. Die Nichtberücksichtigung der Vorbereitungsphase im WpÜG	29
II. Problemaufriss	31
1. Unbestimmter Zeitraum der öffentlichen Spekulation über das Zustandekommen eines Übernahmeangebots	31
2. Uneindeutiger Zeitpunkt des Vorliegens von Geheimhaltungs- und Publizitätspflichten	33
3. Umgehungsmöglichkeiten formaler Bieterwettkämpfe	35
III. Nichtberücksichtigung der Vorbereitungsphase im Übernahmerecht als Sonderfall im europäischen Vergleich	37
IV. Bislang keine vertiefte Auseinandersetzung mit der <i>put up or shut up rule</i> in Deutschland	39
B. Einordnung und Bedeutung der Vorbereitungsphase	40
I. Angebotsabgabeentscheidung vorausgehender mehrstufiger Entscheidungsprozess	40
II. Rechtliche Rahmenbedingungen nach dem WpÜG	43
III. Fazit	44
C. Gang der Untersuchung	44
Kapitel Zwei: Prämissen für eine übernahmerechtliche Erfassung der Vorbereitungsphase	47
A. Regulierungsbedürftigkeit und -ziel von Unternehmensübernahmen	47
I. Regulierungsbedürftigkeit	47
II. Regulierungsziel	48
1. Gesetzgeberische Neutralität als Regelungsziel	48
2. Illusion der gesetzgeberischen Neutralität	49

## Inhaltsverzeichnis

III. Fazit und Ableitungen für die Regulierung der Vorbereitungsphase	53
B. <i>Corporate Governance</i> Funktion des Markts für Unternehmenskontrolle	54
I. Effizienzsteigerung durch Reduzierung der <i>Agency</i> -Kosten	55
1. <i>Managerial Agency Costs</i>	55
2. Markt für Unternehmenskontrolle als Disziplinierungsinstrument	56
3. Empirische Befunde	57
4. Übertragbarkeit auf den heutigen Markt	59
5. Zwischenfazit	61
II. Effizienzverluste wegen Incentivierung kurzfristigen Verhaltens ( <i>Short-Termism</i> )	62
1. <i>Short-Term-Bias</i> des Kapitalmarkts	63
2. Transmission auf das Vorstandsverhalten	67
a. Feindliche Übernahmen als Transmissionsmechanismus	67
b. Empirischer Befund	69
3. Zwischenfazit	72
III. Feindliche Übernahmen als Katalysator des Marktes für Unternehmenskontrolle	73
IV. Fazit und Ableitungen für die Regulierung der Vorbereitungsphase	76
C. Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung in der Vorbereitungsphase	77
I. Allgemeines und Begrifflichkeit	77
II. Umsetzung im Vereinigten Königreich	79
1. <i>Non-frustration rule</i>	79
2. <i>Equality of information to competing offerors rule</i>	80
3. Abmilderung durch die <i>put up or shut up rule</i>	81
III. Umsetzung in Deutschland	83
1. Übernahmerechtliches Verhinderungsverbot, § 33 WpÜG	83
2. Aktienrechtliche Neutralitätspflicht in der Vorbereitungsphase	85
a. Neutralitätspflicht vor Einführung des § 33 WpÜG	85

## *Inhaltsverzeichnis*

b. Bedeutung der Neutralitätspflicht nach Einführung des § 33 WpÜG	87
aa. Anwendbarkeit innerhalb des Anwendungsbereichs des § 33 WpÜG	87
bb. Anwendbarkeit außerhalb des Anwendungsbereichs des § 33 WpÜG	89
3. Zwischenfazit	90
IV. Rechtsökonomische Beurteilung	91
V. Neutralitätspflicht als Ausdruck verschiedener Traditionen	94
VI. Fazit und Ableitungen für die Regulierung der Vorbereitungsphase	95
D. Bieterkonkurrenz	96
I. Relevanz für die Regulierung der Vorbereitungsphase	97
II. Konkurrenzfördernde Grundhaltung des WpÜGs	99
III. Rechtsökonomische Absicherung	100
1. Implikationen für die Beteiligten	100
a. Erstbieter	100
b. Zweitbieter	101
c. Anteilseigner der Zielgesellschaft	102
2. Gesamtwirtschaftliche Implikationen	103
3. Zwischenfazit	104
IV. Fazit und Ableitung für die Regulierung der Vorbereitungsphase	105
E. Marktschutz in Übernahmesachverhalten	106
I. Relevanz für die Regulierung der Vorbereitungsphase	106
II. Markteffizienz	108
1. Begriff und Bedeutung der Markteffizienz	108
a. Begriff	108
b. Bedeutung	109
2. Bedeutung der Informationshändler für die Markteffizienz	112
a. Positive Externalitäten	112
b. Die verschiedenen Handelsstrategien der Informationshändler	113

## Inhaltsverzeichnis

III. Kapitalmarktpublizität in der Vorbereitungsphase fördert die Markteffizienz	114
1. Effizienzverluste drohen aufgrund von Insiderhandel	114
a. Gesteigertes Risiko von Insiderhandel in der Vorbereitungsphase	114
b. Die Defizite des Insiderhandels	115
aa. Insider und Informationshändler sind Antagonisten	115
bb. Insiderhandel als ineffizienter Mechanismus	116
c. Insiderhandel erhöht die Handelskosten ( <i>Adverse Selection</i> )	117
aa. Handelsstrategien der <i>Market Maker</i>	117
bb. Wohlfahrtsökonomische Bedeutung der <i>Market Maker</i>	118
cc. Determinanten der Geld/Brief-Spanne	119
dd. Insiderhandel führt zu einer Negativauslese	120
d. Kapitalmarktpublizität dient der Herstellung eines kompetitiven Markts für Informationshändler	121
2. Effizienzverluste drohen aufgrund von irrationalen Marktreaktionen auf Übernahmeerüchte	122
a. Begriff des Übernahmeerüchts	123
b. Bedeutung von Übernahmeerüchten	123
c. Überreaktionen aufgrund von Übernahmeerüchten	124
aa. Das Forschungsfeld der <i>Behavioral Finance</i>	125
bb. Überreaktionen aufgrund von <i>Source Neglect</i>	126
cc. Überreaktionen aufgrund von <i>Trend Chasing</i>	128
(1) <i>Trend Chasing</i>	128
(2) <i>Positive Feedback Trading</i>	129
3. Effizienzverluste drohen aufgrund von rationalen Marktreaktionen auf Übernahmeerüchte	130
a. Publizität zur Vermeidung von Überinvestitionen von Suchkosten	131
b. Publizität zur Vermeidung langer volatiler Phasen	132
4. Implikationen für die Regulierung der Vorbereitungsphase	133
IV. Kosten der Kapitalmarktpublizität in Übernahmesituationen	136
1. Rechtsbefolgungskosten	137

## Inhaltsverzeichnis

2. Erhöhte Kapitalkosten der Zielgesellschaft	137
3. Erhöhte Angebotskosten des Bieters	137
4. Risiko eines Konkurrenzgebots	138
V. Fazit und Ableitungen für die Regulierung der Vorbereitungsphase	139
F. Beschleunigungsgrundsatz	141
G. Zusammenfassung der Erkenntnisse	144
 Kapitel Drei: Adressierung der Vorbereitungsphase durch den <i>City Code on Takeovers and Mergers</i>	147
A. Überblick	147
I. Der <i>UK Takeover Code</i> und das <i>UK Takeover Panel</i>	147
1. <i>UK Takeover Code</i>	147
a. Entwicklung	147
b. Anwendungsbereich	149
c. Anwendungsbereich innerhalb der UK-MAR	149
2. Das <i>UK Takeover Panel</i>	150
II. <i>UK Takeover Code</i> als „Mutterregelung“ des deutschen und europäischen Übernahmerechts	150
III. Adressierung der Vorbereitungsphase im <i>UK Takeover Code</i>	151
B. Umfassende Reformen des <i>put up or shut up</i> -Regimes in 2011	153
I. Regelungsansatz bis 2011	155
II. Reformen von 2011	156
1. Hintergrund: <i>Cadbury/Kraft</i> -Übernahme	156
2. Reformen politisch motiviert	158
a. Unschlüssige Argumentation	159
b. Einordnung der Reformen in die Diskussion um <i>Short-Termism</i> und eine zu strenge <i>non-frustration rule</i>	161
aa. Die Fakten	162
bb. Die Hypothese	163
cc. Bedeutung für die vorliegende Arbeit	165
3. Auswirkungen der Reformen auf den Übernahmemarkt	165
C. Geheimhaltungspflichten in der Vorbereitungsphase	168

## *Inhaltsverzeichnis*

D. <i>Possible offer announcement</i>	169
I. Publizitätspflicht der Zielgesellschaft in der Vorbereitungsphase	170
1. Kontaktaufnahme des potenziellen Bieters mit der Zielgesellschaft	170
2. Aufkommen von Übernahmegerüchten	171
3. Außergewöhnliche Bewegungen im Aktienkurs der Zielgesellschaft	173
4. Suche nach einem neuen Mehrheitsaktionär	174
II. Publizitätspflicht der potenziellen Bietergesellschaft	174
1. Einstufung als potenzieller Bieter	175
2. Übernahmegerüchte oder unvorhergesehene Kursbewegungen	176
a. Informationsleck bei der potenziellen Bietergesellschaft	176
b. Erstreckung auf eine größere Anzahl an Personen	177
III. Umfang der Publizitätspflicht	177
1. Umfang der Publizitätspflicht des potenziellen Bieters	178
2. Umfang der Publizitätspflicht der Zielgesellschaft	179
3. Umfang der Publizitätspflicht bei unwahren Übernahmegerüchten oder bei Aufgabe des Vorhabens	180
4. Zwischenfazit	181
IV. Fazit	182
E. Verbindliche Stellungnahme der potenziellen Bieter: „biete oder schweige“	182
I. Publizität der finalen Entscheidung zur Angebotsabgabe	183
1. Publizität der Entscheidung	183
2. Publizität umfassender angebotsbezogener Informationen	184
3. Zwischenfazit	185
II. Mitteilung, dass kein Angebot abgegeben wird	186
1. Überblick	186
2. Kein (erneutes) Übernahme- oder Pflichtangebot während der Sperrfrist	186
3. Umgehungsschutz	187
4. Ausnahmen	188
III. Fazit	188

F. Bieterkonkurrenz in der Vorbereitungsphase	189
I. Überblick	189
1. Normgeflecht und bieterkonkurrenzfördernde Grundhaltung	189
2. Zeitlicher Ablauf eines Angebotsverfahrens	190
a. Gegebenenfalls Tag -56: Öffentliche Identifizierung als potenzieller Bieter	192
b. Tag -28: Mitteilung der finalen Angebotsabgabeentscheidung	192
c. Tag 0: Übersendung der Angebotsunterlagen	192
d. Tage 0 bis 60: Die Angebotsphase	192
aa. Day 14: Stellungnahme des Boards der Zielgesellschaft	193
bb. Day 21: Frühester Termin zur Schließung des Angebots	193
cc. Day 39: Zielgesellschaft darf keine neuen bedeutenden Informationen mehr mitteilen	193
dd. Tag 46: Spätester Termin für eine Angebotsänderung	194
ee. Day 53: Spätester Termin, bis zu dem ein öffentlich identifizierter potenzieller Bieter seine finale Entscheidung zur Angebotsabgabe bekannt geben muss	194
ff. Day 60: Spätester Termin, alle Bedingungen des Angebots zu erfüllen	194
e. Tag 74: Frühester Termin, das Angebot zu schließen, wenn alle Bedingungen am Day 60 erfüllt wurden	195
II. Day 53 und Rule 32.5 UK Takeover Code	195
III. Fazit	196
G. Zusammenfassung	196

*Inhaltsverzeichnis*

Kapitel Vier: Adressierung der Vorbereitungsphase durch das WpÜG	199
A. Gesetzgeberische Initiative zur Regulierung der Vorbereitungsphase	200
I. Internationale Vorbilder bei Einführung des WpÜGs im <i>UK Takeover Code</i> und dem österreichischen Übernahmegesetz	200
II. Geheimhaltungspflichten für die Vorbereitungsphase im WpÜG-Disk-E	201
III. Maßgeblichkeit der zeitlichen Begrenzung der Vorbereitungsphase	202
IV. Deutschland zunehmend als Außenseiter im europäischen Vergleich	203
1. Regulierung der Vorbereitungsphase in den Niederlanden	204
2. Regulierung der Vorbereitungsphase in der Schweiz	205
3. Regulierung der Vorbereitungsphase in Frankreich	205
4. Regulierung der Vorbereitungsphase in Belgien	206
5. Regulierung der Vorbereitungsphase in der Tschechischen Republik	207
V. Fazit	207
B. Abgeleitete Rechtspflichten	208
I. Publizitätspflichten in der Vorbereitungsphase	208
1. Gleichlauf der Veröffentlichungszeitpunkte nach § 10 Abs. 1 WpÜG und Art. 17 Abs. 1 MAR	208
2. Einschreiten der BaFin in der Vorbereitungsphase	209
a. Einschreiten bei Marktverzerrungen in der Vorbereitungsphase, § 10 Abs. 1 S. 2 WpÜG, § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG i.V.m. § 3 Abs. 5 WpÜG	211
aa. Grundsatz des Gleichlaufs des Marktverzerrungs- und Marktmanipulationsverbots auf Tatbestandsseite	211
bb. Marktverzerrung bei Bruch der Vertraulichkeit	215
cc. Keine Bindung der BaFin an die Rechtsfolgen der MAR	217
dd. Keine put up or shut up-Anordnung über § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG i.V.m. § 3 Abs. 5 WpÜG	218



## Inhaltsverzeichnis

ee. Kommentierungspflicht von Übernahmegerüchten	218
ff. Zwischenergebnis	219
b. Einschreiten bei unangemessener Belastung der Zielgesellschaft in der Vorbereitungsphase, § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG i.V.m. § 3 Abs. 5 WpÜG	219
3. Veröffentlichung gemäß § 10 WpÜG analog bei Gerüchten	221
a. Allgemeines	221
b. Bewertung	223
II. Bieterkonkurrenz in der Vorbereitungsphase	224
1. Umgehungsmöglichkeiten einer formalen Konkurrenzsituation	225
2. Friktionen mit Art. 17 Abs. 1 MAR	228
3. Lösungsvorschläge	229
a. Adressierung <i>de lege lata</i>	229
aa. § 22 WpÜG analog	229
bb. Einschreiten der BaFin (§ 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG)	230
b. Unterbreitete Reformvorschläge	232
III. Bindungswirkung an negative Absichtserklärungen	232
C. Zusammenfassung der Erkenntnisse	234
 Kapitel Fünf: Adressierung der Vorbereitungsphase durch die MAR	237
A. Vorliegen einer Insiderinformation	237
I. Voraussetzungen	237
1. Präzise Information mit Emittentenbezug	238
a. Informationsbegriff	238
b. Emittentenbezug	239
c. Präzise	240
aa. Zukünftige Informationen	241
bb. Gegenwärtige unsichere Informationen	242
cc. Kursspezifität	242
dd. Zwischenergebnis	243
d. Das Irreführungspotenzial der Typisierung	243
2. Nicht öffentlich bekannt	244

## Inhaltsverzeichnis

3. Kursrelevanz	245
a. Der verständige Anleger	247
aa. Verständiger Anleger als Individuum oder Kollektiv	248
bb. Berücksichtigung irrationaler Marktbewegungen?	251
cc. Zwischenergebnis	256
b. Anwendung der <i>Probability/Magnitude</i> -Formel	256
II. Insiderinformation in der Vorbereitungsphase	259
1. Abgabe des Erwerbsangebots als zukünftiger Umstand	259
a. Präzision der Information	259
aa. Erste Vorbereitungshandlungen	260
bb. Konkretisierung der Angebotsabsicht	260
cc. Durchführung der <i>Due Diligence</i>	261
dd. Auf die <i>Due Diligence</i> -Prüfung folgende Schritte	262
ee. Zwischenergebnis	263
b. Kursrelevanz	263
aa. Kursrelevanz aus Sicht der Zielgesellschaft	264
bb. Kursrelevanz aus Sicht der Bietergesellschaft	264
2. Vorbereitungshandlungen als gegenwärtige Zwischenschritte	267
a. Allgemeines	267
b. Konsumption durch das Endereignis (Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene)?	268
aa. Ansichten in der Literatur	268
bb. Verwaltungspraxis der BaFin	270
cc. Stellungnahme	273
c. Ergebnis	274
III. Sonderfall Übernahmegerüchte?	275
1. Grundlegendes	275
a. Begriff und grundsätzliche insiderrechtliche Relevanz	275
b. Historische Entwicklung	278
c. Rechtliche Behandlung von Gerüchten im Allgemeinen	281
aa. Unsicherheitsfaktor betrifft die Informationsquelle	281

## Inhaltsverzeichnis

bb. Unsicherheitsfaktor betrifft den Informationsinhalt	282
cc. Unsicherheitsfaktor betrifft Informationsinhalt und -quelle	283
dd. Zwischenergebnis	283
2. Insiderrechtliche Bedeutung von Übernahme gerüchten	284
a. Gerücht selbst als Bezugspunkt	285
b. Informationsinhalt des Übernahme gerüchts als Bezugspunkt	285
aa. Zutreffender Informationsinhalt des Übernahme gerüchts	285
bb. Unzutreffender Informationsinhalt des Übernahme gerüchts	287
c. Kenntnis der Richtigkeit eines Übernahme gerüchts als Bezugspunkt	288
aa. Übernahme gerücht muss zu Kursreaktionen geführt haben	289
bb. Kenntnis um die Richtigkeit erforderlich	289
cc. Variante 1: Vorbereitungshandlungen finden statt, Übernahme gerüchte wurden proportional zu ihrer Verlässlichkeit eingepreist	290
dd. Variante 2: Vorbereitungshandlungen finden statt, Übernahme gerüchte werden nicht proportional zu ihrer Verlässlichkeit eingearbeitet	290
ee. Variante 3: Übernahme gerücht ist unzutreffend	290
ff. Zwischenergebnis	291
d. Ergebnis	291
IV. Fazit	292
B. Pflicht zur Geheimhaltung der Übernahme absicht aus der MAR	293
I. Anwendbarkeit auf Übernahme sache verhalte	293
II. Offenlegung	294
III. Rechtmäßigkeit der Weitergabe	295
IV. Fazit	295

## *Inhaltsverzeichnis*

C. Pflicht zur Kapitalmarktpublizität aus Art. 17 Abs. 1 MAR	295
I. Anwendbarkeit auf Übernahmesachverhalte	296
1. Ausschluss nach § 10 Abs. 6 WpÜG?	296
a. Europarechtswidrigkeit des § 10 Abs. 6 WpÜG	296
b. Reichweite der Sperrwirkung des § 10 Abs. 6 WpÜG	299
c. Ergebnis	302
2. Emittentenstellung	302
II. Unmittelbarkeit	303
1. Maßstab	304
2. Unmittelbarkeit bei der Zielgesellschaft	306
3. Unmittelbarkeit bei der Bietergesellschaft	307
4. Unmittelbarkeit bei Übernahmegerüchten	309
III. Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR	310
1. Beeinträchtigung berechtigter Emittenteninteressen	311
a. Grundsatz	311
b. Vorbereitungen eines öffentlichen Übernahmeangebots	314
aa. Bietergesellschaft	314
bb. Zielgesellschaft	315
2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	316
3. Gewährleistung der Vertraulichkeit	317
a. Grundsatz	317
b. Aktive Sicherstellung der Gewährleistung der Vertraulichkeit	318
c. Auftreten präziser Gerüchte	318
aa. Grundsatz	318
bb. Präzision	319
cc. Rechtsökonomische Absicherung	320
4. Praxis des vorsorglichen Aufschubs	321
IV. Fazit	323
1. Friktionen mit dem Übernahmerecht	323
a. Ungleichbehandlung der Bieter	324
b. Uneinheitlicher Veröffentlichungszeitpunkt der Angebotsabsicht	325
c. Bekanntgabe der Übernahmeabsicht ohne anschließende Frist	325
2. Ein originär deutsches Problem	326

D. Marktmanipulation in der Vorbereitungsphase	326
I. Unverbindliches Ankündigen von öffentlichen Übernahmeangeboten als Marktmanipulation	326
1. Bekanntgabe eines Schein(konkurrenz-)Angebots	327
a. Verbreitung einer Information	327
b. Preissignalwirkung	328
aa. Maßstab	328
bb. Vorliegen einer Signalwirkung	329
c. Ergebnis	330
2. Bekanntgabe einer tatsächlich bestehenden Angebotsabsicht	331
a. Bekanntgabe der Angebotsabsichten als irreführendes Signal	331
aa. Maßstab	331
bb. Bekanntgabe der Angebotsabsicht als Irreführung	332
cc. Zwischenergebnis	332
b. Bekanntgabe der Angebotsabsichten als Herbeiführung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus	333
3. Ergebnis	334
II. Schweigen zu Übernahmegerüchten als Marktmanipulation durch Unterlassen	334
III. Kommentierungspflicht von Übernahmegerüchten aus Art. 23 Abs. 2 lit. m) MAR?	335
IV. Fazit	337
E. Bindungswirkung an negative Angebotsabsichtserklärung	337
F. Zusammenfassung der Erkenntnisse	338
 Kapitel Sechs: Adressierung der Defizite des deutschen Regelungsansatzes mit Hilfe des <i>City Code on     Takeovers and Mergers</i>	 341
A. Bewertung des deutschen Regelungsansatzes unter Berücksichtigung der Prämissen zur übernahmerechtlichen Erfassung der Vorbereitungsphase	341

## *Inhaltsverzeichnis*

B. Bewertung des Regelungsansatzes des <i>UK Takeover Codes</i> unter Berücksichtigung der Prämissen zur übernahmerechtlichen Erfassung der Vorbereitungsphase	344
I. <i>Possible offer announcement</i>	344
II. <i>Put up or shut up</i>	347
III. Fazit	348
C. Eigener Regelungsvorschlag	349
I. Formulierungsvorschlag	349
II. Erwägungen und Auswirkungen	350
1. Potenzieller Bieter	350
2. Geheimhaltungspflichten in der Vorbereitungsphase, § 10 Abs. 1a WpÜG-Vorschl.	351
3. Publizitätspflichten in der Vorbereitungsphase, § 10 Abs. 1b WpÜG-Vorschl.	352
4. Pflicht zur Entscheidungsfindung, § 10 Abs. 1c WpÜG- Vorschl.	355
5. Bieterkonkurrenz in der Vorbereitungsphase, § 22 Abs. 1, 2a, 2b WpÜG-Vorschl.	355
6. Sperrfristen, § 26 Abs. 1a WpÜG-Vorschl.	357
III. Auswirkungen einer potenziellen Reform des Art. 17 Abs. 1 MAR durch den Listing Act auf den Regelungsvorschlag	357
Zusammenfassung der Erkenntnisse	361
Literaturverzeichnis	365