

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 256

**Das übernahmerechtliche
Tauschangebot bei kumulativer
Anwendung des deutschen und
US-amerikanischen Rechts**

**Eine Untersuchung von Problemkonstellationen
mit Lösungsvorschlägen**

Von

Maximilian Licht



Duncker & Humblot · Berlin

MAXIMILIAN LICHT

Das übernahmerechtliche Tauschangebot bei kumulativer
Anwendung des deutschen und US-amerikanischen Rechts

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 256

Das übernahmerechtliche Tauschangebot bei kumulativer Anwendung des deutschen und US-amerikanischen Rechts

Eine Untersuchung von Problemkonstellationen
mit Lösungsvorschlägen

Von

Maximilian Licht



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen

Druck: CPI books GmbH, Leck

Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-19291-5 (Print)

ISBN 978-3-428-59291-3 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Sommersemester 2024 als Dissertation angenommen. Deutsche sowie US-amerikanische Literatur und Rechtsprechung konnten bis einschließlich Dezember 2023 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. (Univ. of Chicago), der die Entstehung der Arbeit betreut und gefördert sowie mir einen Forschungsaufenthalt am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht ermöglicht hat. Dem Max-Planck-Institut danke ich für die Gastfreundschaft und das Bereitstellen der denkbar besten Forschungsbedingungen. Weiterhin möchte ich auch Herrn Professor Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard) für die besonders rasche Erstellung des Zweitgutachtens herzlich danken. Für die Aufnahme der Arbeit in diese Schriftenreihe bin ich neben meinem Doktorvater den Mitherausgebern, Herrn Professor Dr. Dr. h. c. Dr. h. c. Holger Fleischer, LL.M. (Univ. of Michigan), Dipl.-Kfm. sowie Herrn Professor Dr. Jens Koch zu Dank verpflichtet.

Großer Dank für das kritische Lesen des Manuskripts dieser Arbeit gebührt meiner Freundin Julia Bräuer, die mich auch über die gesamte Promotionszeit und während ihres eigenen Berufsstarts immer unterstützt hat, meinem guten Freund Daniel Kübler, der sich trotz seiner Verpflichtungen als Familienvater und seiner fordernden Arbeit als Staatsanwalt die Zeit genommen hat, jedes Wort dieser Arbeit zu lesen, sowie meiner Mutter, Beate Licht, die sich in diese für sie fachfremde Materie eingelesen hat und dadurch wichtiges Korrektiv im Hinblick auf Verständlichkeit und Klarheit der Ausführungen war.

Danken möchte ich auch Herrn Professor Dr. Jochen Vetter, der mich bei der Themenfindung unterstützt hat, sowie meinen Kollegen bei Kirkland & Ellis, insbesondere Herrn Dr. Achim Herfs, die mein Interesse an öffentlichen Übernahmeangeboten geweckt und mir für die Fertigung der Arbeit wertvolle Einblicke in die Praxis gewährt haben.

Mein größter Dank gilt meinen Eltern, Beate und Johannes Licht, ohne deren bedingungslose Liebe und Unterstützung alles schwerer und vieles unmöglich gewesen wäre. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

München, im Sommer 2024

Maximilian Licht

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	29
A. Anlass der Untersuchung	29
B. Gegenstand der Untersuchung	31
C. Ziel der Untersuchung	34
D. Gang der Untersuchung	35

Kapitel 1

Internationaler Anwendungsbereich des deutschen und des US-amerikanischen Übernahmerechts	36
A. Internationaler Anwendungsbereich des deutschen Übernahmerechts	36
I. Die Dichotomie des Übernahmerechts	37
II. Anknüpfungssystem des deutschen Übernahmerechts	38
1. Übernahmestatut	38
a) Zielgesellschaft	39
aa) Gründungstheorie	40
bb) Sitztheorie	40
cc) Stellungnahme	41
(1) Kein <i>race to the bottom</i>	41
(a) Vergleich mit der Entwicklung im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht	42
(b) Vergleich mit der Entwicklung im Internationalen Gesellschaftsrecht	44
(c) Keine Gefährdung der Interessen des WpÜG durch Wett- bewerb	44
(d) Zwischenergebnis	47
(2) Gleichlauf mit Sitzbegriff des Aktiengesetzes	48
(3) Gleichlauf mit dem Gesellschaftsstatut	48
(4) Schaffung von Rechtssicherheit	50
(5) Richtlinienkonforme Auslegung	50
(a) Wortlaut	50
(b) Telos	51
(6) Schlussfolgerung	52

b) Zulassung der Wertpapiere zum Handel am organisierten Markt	52
2. Gesellschaftsstatut	53
a) Anknüpfung bei Gesellschaften aus EU- und EWR-Mitgliedstaaten	54
b) Anknüpfung bei Gesellschaften aus Drittstaaten	56
aa) Gesellschaften aus Drittstaaten ohne bilateralen Vertrag mit Deutschland	56
bb) Gesellschaften aus den USA	57
3. Vertragsstatut	58
a) Schuldrechtlicher Vertrag	59
aa) Rechtswahl	60
bb) Keine Rechtswahl	60
(1) Diskussionsstand	61
(a) Anwendung von Art. 4 Abs. 2 Rom I-VO	61
(b) Anwendung von Art. 4 Abs. 3 Rom I-VO	62
(2) Stellungnahme	63
cc) Eingriff der Regelungen des WpÜG in das Vertragsstatut	64
b) Dinglicher Vertrag	65
4. Zwischenergebnis	65
B. Internationaler Anwendungsbereich des US-amerikanischen Übernahmerechts	66
I. Securities Exchange Act	67
1. Internationaler Anwendungsbereich der allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Betrugsbekämpfungsvorschriften	68
a) Die Rechtsprechung des United States Court of Appeals for the Second Circuit	69
b) Das Urteil des Supreme Court in der Rechtssache Morrison v. National Australia Bank Ltd.	70
aa) Kein Abstellen auf <i>subject matter jurisdiction</i>	70
bb) Missachtung der <i>presumption against extraterritoriality</i>	71
cc) <i>Transactional test</i> des Supreme Court	71
c) Reaktion des Gesetzgebers	72
aa) Inhalt der Gesetzesänderung	72
bb) Auswirkungen der Gesetzesänderung vor dem Hintergrund der Supreme Court Entscheidung	73
(1) Wortlaut	73
(2) Systematik	74
(3) Historie	74
(4) Kritische Würdigung	74
d) Umstrittene Fortentwicklung des <i>transactional test</i> durch den Second Circuit Court	76

aa) Keine Erfassung von <i>predominantly foreign transactions</i>	76
bb) Ablehnung der Fortentwicklung des <i>transactional test</i> durch andere Berufungsgerichte	77
cc) Kritische Würdigung	77
e) Zwischenergebnis	79
2. Internationaler Anwendungsbereich von § 14(e) Securities Exchange Act . .	79
a) Bestimmung des internationalen Anwendungsbereichs vor der Morrison- Entscheidung	81
b) Bestimmung des internationalen Anwendungsbereichs nach der Morrison- Entscheidung	81
aa) Reichweite der Morrison-Entscheidung	81
bb) Übertragung der Grundsätze des Morrison-Urteils auf § 14(e) Securities Exchange Act	82
3. Internationaler Anwendungsbereich von § 14(d) Securities Exchange Act . .	84
a) Voraussetzungen für eine internationale Anwendbarkeit von § 14(d) Securities Exchange Act	84
aa) Angebot für nach § 12 Securities Exchange Act registrierte Aktien . .	85
(1) Pflicht zur Registrierung der Aktien	85
(2) Ausnahmen von der Registrierungspflicht für <i>foreign private issuer</i>	85
bb) Nutzung der <i>jurisdictional means</i>	86
cc) Keine zusätzlichen Voraussetzungen für die internationale Anwend- barkeit	87
(1) Internationaler Anwendungsbereich von § 14(d) Securities Ex- change Act vor der Morrison-Entscheidung	87
(2) Auswirkungen der Morrison-Entscheidung auf den internationa- len Anwendungsbereich von § 14(d) Securities Exchange Act . .	89
b) Ausnahmen von der internationalen Anwendung von § 14(d) Securities Exchange Act	90
aa) Zielgesellschaft ist <i>foreign private issuer</i>	91
bb) Tier I Exemption	91
(1) US-amerikanische Aktionäre halten nicht mehr als zehn Prozent der Anteile	92
(2) Gleichbehandlung US-amerikanischer Aktionäre	93
(a) Ausschluss von US-amerikanischen Aktionären aus Staaten mit zusätzlichem Registrierungserfordernis in Bezug auf an- gebotene Aktien	93
(b) Ausschluss von US-amerikanischen Aktionären aus Staaten mit erstmaligem Registrierungserfordernis	93
(c) Ausschließliches Anbieten einer Geldleistung an US-ameri- kanische Aktionäre	94

(3) Veröffentlichung aller Informationsdokumente in englischer Sprache	94
cc) Tier II Exemption	95
(1) Voraussetzungen für eine Anwendbarkeit der Tier II Exemption	95
(2) Erleichterungen nach der Tier II Exemption	95
(a) Exklusion von US-amerikanischen Aktionären beim Anbieten von <i>loan notes</i>	95
(b) Aufteilung des <i>tender offer</i>	96
(c) Mitteilung über Verlängerung der Annahmefrist	96
(d) Unverzügliche Zahlung der Gegenleistung	96
(e) Bekanntgabe des Ergebnisses des Übernahmangebots	96
(f) Zahlung von Zinsen für die angedienten Aktien während des Laufs der <i>subsequent offering period</i>	97
(g) Aufhebung des Rücktrittsrechts für die Zeit der Zählung der angedienten Aktien	97
(h) Limitierung der Gegenleistung	97
(i) Vorzeitige Beendigung der <i>initial/subsequent offering period</i>	98
c) Zwischenergebnis	98
II. Securities Act	98
1. Internationaler Anwendungsbereich von § 5 Securities Act	99
a) Keine extraterritoriale Anwendung von § 5 Securities Act	99
b) Vorliegen eines Angebots oder Verkaufs von Aktien innerhalb der USA	99
aa) Anwendung eines abgewandelten <i>effects und conduct test</i>	100
bb) Anwendung eines abgewandelten <i>transactional test</i>	100
(1) Anwendung des <i>transactional test</i> für Feststellung eines Verkaufs von Aktien im Inland	101
(2) Maßgeblichkeit des Aufenthaltsortes des Bieters für Vorliegen eines inländischen Angebots	102
(3) Behandlung von <i>predominantly foreign transactions</i>	102
cc) Kritische Würdigung	102
2. Ausnahmen von der Registrierungspflicht	104
a) SEC-Rule 802	104
aa) Zielgesellschaft ist <i>foreign private issuer</i>	104
bb) US-amerikanische Aktionäre halten nicht mehr als zehn Prozent der Anteile	105
cc) Gleichbehandlung US-amerikanischer Aktionäre der Zielgesellschaft	105
dd) Veröffentlichung aller <i>informational documents</i> in englischer Sprache	106
b) <i>Issuer safe harbor</i> nach Regulation S	106
aa) Allgemeine Voraussetzungen für den <i>issuer safe harbor</i>	106

bb) Spezielle Voraussetzungen für den <i>issuer safe harbor</i>	107
(1) Aktien der Kategorie 1	107
(2) Aktien der Kategorie 2	108
(3) Aktien der Kategorie 3	108
c) <i>Vendor placement</i>	109
III. Zwischenergebnis	110
C. Zusammenfassung	111

Kapitel 2

Das Tauschangebot nach deutschem und US-amerikanischem Recht

113

A. Vorliegen eines Tauschangebots nach deutschem und US-amerikanischem Übernahme- recht	113
I. Vorliegen eines „öffentlichen“ Tauschangebots im Sinne des WpÜG	113
1. Diskussionsstand	114
a) Orientierung an Testkriterien	114
b) Bildung von Fallgruppen	115
c) Aufnahme einer Definition	115
2. Würdigung und eigener Ansatz	115
a) Auslegung	116
aa) Auslegung des Wortlauts	116
bb) Historische Auslegung	116
cc) Teleologische Auslegung	117
(1) Schutz durch den Gleichbehandlungsgrundsatz	118
(2) Schutz durch den Transparenzgrundsatz	118
(3) Konstellationen ohne Schutzbedürfnis durch den Gleichbehand- lungs- und Transparenzgrundsatz	119
(a) Angebot an einen begrenzten Personenkreis	119
(b) Angebot an ausschließlich institutionelle Investoren	119
dd) Zusammenfassung	120
b) Rechtsvergleichende Erwägungen	120
c) Kritische Würdigung des Diskussionsstands	121
d) Schlussfolgerungen	122
aa) Aufnahme einer Definition	122
bb) Aufnahme einer Safe Harbor-Regelung	122
cc) Konkrete Umsetzung im Gesetz	123
II. Vorliegen eines <i>tender offer</i> im Sinne des Securities Exchange Act	123

1. <i>Eight-factor-test</i>	124
2. <i>Totality of the circumstances test</i>	126
3. <i>Public announcement/rapid accumulation test</i>	127
4. Stellungnahme	127
B. Ablauf eines Tauschangebots nach deutschem Übernahmerecht	128
I. Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots	129
1. Vorliegen einer „Entscheidung“	129
2. Form der Veröffentlichung	130
3. Inhalt der Veröffentlichung	131
4. Bindungswirkung der Veröffentlichung der Entscheidung	131
a) Bindungswirkung in Bezug auf die Abgabe eines Angebots	132
b) Bindungswirkung in Bezug auf die Art und die Höhe der Gegenleistung	132
c) Reichweite der Bindungswirkung beim Tauschangebot	133
II. Die Angebotsunterlage	134
1. Übermittlungsfrist	134
a) Ausnahmeregelung für grenzüberschreitende Angebote	134
aa) Vorliegen eines grenzüberschreitenden Angebots	134
bb) Objektive Unmöglichkeit der Fristeinhaltung aufgrund ausländischer Vorgaben	135
b) Ausnahmeregelung für erforderliche Kapitalmaßnahmen	136
aa) Erforderlichkeit einer Kapitalmaßnahme	136
bb) Objektive Unmöglichkeit der Fristeinhaltung aufgrund der Durchfüh- rung der erforderlichen Kapitalmaßnahme	137
2. Befreiung vom Angebot an Aktionäre außerhalb des EWR gem. § 24 WpÜG	137
a) Grenzüberschreitung	138
b) Anwendung des Rechts eines Staates außerhalb des EWR	138
c) Unzumutbarkeit	138
3. Inhalt der Angebotsunterlage	139
a) Pflichtangaben bei Übernahmeangeboten	139
b) Zusätzliche Pflichtangaben bei Tauschangeboten	139
4. Gestattung/Untersagung der Angebotsunterlage durch die BaFin	140
a) Rechtsfolgen bei Gestattung der Angebotsunterlage	141
b) Rechtsfolgen bei Untersagung der Angebotsunterlage oder Scheitern des Angebots	142
5. Übermittlung an Zielgesellschaft und Betriebsrat	143
6. Haftung des Bieters für eine fehlerhafte Angebotsunterlage	143
a) Voraussetzung der Haftung	143
b) Art und Umfang der Haftung	144

c) Konflikt mit den aktienrechtlichen Kapitalerhaltungsvorschriften	145
aa) Vergleich mit dem Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftungsansprüche	145
bb) Übertragung der Gedanken zum Vorrang der kapitalmarktrechtlichen Informationshaftungsansprüche auf den übernahmerechtlichen Haftungsanspruch nach § 12 Abs. 1 WpÜG	146
III. Die Gegenleistung	147
1. Anwendbarkeit des § 31 WpÜG auf freiwillige Übernahmeangebote	147
2. Art der Gegenleistung	147
a) Rechtliche Gleichwertigkeit von Tausch- und Barangebot	148
b) Liquidität der angebotenen Aktien	150
aa) Einzelfallentscheidung	151
bb) Orientierung an Art. 22 Abs. 1 Finanzinstrumente-Aufzeichnungs-DVO	152
cc) Entscheidung des OLG Frankfurt a. M.	152
dd) Verwaltungspraxis der BaFin	153
ee) Stellungnahme	153
(1) Systematik und europarechtliche Erwägungen	154
(a) Berücksichtigung von Art. 22 Abs. 1 Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-DVO	154
(b) Berücksichtigung von § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebVO	155
(2) Telos	156
(3) Schlussfolgerung	158
c) Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt	159
d) Alternative Gegenleistungen	159
e) Variable Gegenleistung	160
aa) Ökonomische Beweggründe für die Wahl einer variablen Gegenleistung	160
bb) Ausgestaltung der variablen Gegenleistung	161
(1) Verwendung einer Formel	161
(2) Earn-Out	162
(3) Contingent Value Rights (CVRs)	163
(4) Anti-Embarrassment-Klausel	163
3. Höhe der Gegenleistung	164
a) Angemessenheit der Gegenleistung	164
aa) Mindestpreis	164
(1) Durchschnittlicher Börsenkurs	165
(2) Berücksichtigung von Vorerwerben	165

(3) Auswirkung bei Änderung der Börsenkurse nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage	165
bb) Anpassung des Mindestpreises bei Parallelerwerb	166
cc) Anpassung des Mindestpreises bei Nacherwerb	166
dd) Angemessenheit mehr als ein Mindestpreis?	167
b) Geltung des Tatbestandsmerkmals der Angemessenheit für die alternative Gegenleistung	168
aa) Meinungsstand	168
bb) Kritische Würdigung	168
(1) Auslegung des Wortlauts	169
(2) Systematische Auslegung	170
(3) Historische Auslegung	170
(4) Teleologische Auslegung	170
(a) Aktionärsschutz	171
(b) Erforderlichkeit des Aktionärsschutzes	171
(5) Schlussfolgerung	172
c) Reichweite des Tatbestandsmerkmals der Angemessenheit bei variabler Gegenleistung	173
d) Bestimmung des Wertes der vom Bieter angebotenen Aktien beim Tauschangebot	173
e) Haftung des Bieters bei unangemessen niedriger Gegenleistung	174
f) Begrenzung der Höhe der Gegenleistung durch die Regelung des § 255 Abs. 2 AktG	174
aa) Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Ermittlung des Wertes der Aktien	175
bb) Unzulässigkeit eines unangemessen niedrigen Ausgabebetrags	176
cc) Rechtsfolgen der Wahl eines unangemessen niedrigen Ausgabebetrags	177
4. Sicherstellung der Gegenleistung	178
a) Durchführung einer Kapitalerhöhung	179
aa) Ordentliche Sachkapitalerhöhung	179
(1) Zeitpunkt der Beschlussfassung	179
(2) Durchführung als „bis-zu-Kapitalerhöhung“	180
(a) Erfordernis einer Fristsetzung	181
(b) Kein Fristerfordernis	181
(c) Kritische Würdigung	181
(d) Gestaltung in der Praxis	182
(3) Bezugsrechtsausschluss	182
(4) Besonderheiten der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage	183
bb) Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	183

cc) Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital	184
b) Risiko einer Anfechtung des Kapitalerhöhungsbeschlusses	184
aa) Rechtslage vor Inkrafttreten der Gesetzesänderung	184
bb) Rechtslage seit Inkrafttreten der Gesetzesänderung	185
c) Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung	186
IV. Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft	187
V. Annahmefrist	188
1. Informationspflicht des Bieters während des Laufs der Annahmefrist	188
2. Weitere Annahmefrist nach Ablauf des Angebots	189
3. Rücktrittsrecht	189
VI. Angebotsbedingungen	189
VII. Transaktionsstrukturen	190
1. Unmittelbares Angebot	191
a) Eigene Aktien oder Aktien eines Dritten	191
b) Sachkapitalerhöhung	192
aa) Ordentliche Sachkapitalerhöhung	192
bb) Sachkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	192
(1) Vorteile der Nutzung genehmigten Kapitals	193
(2) Nachteile der Nutzung genehmigten Kapitals	193
cc) Sachkapitalerhöhung aus bedingtem Kapital	194
2. Übernahme durch eine NewCo	195
3. Schaffung der Tauschaktien in der Praxis	196
a) Übersicht über die gewählte Methode zur Schaffung der Tauschaktien in den Tausch- und Kombinationsangeboten im Zeitraum von 2013 bis 2023	197
b) Auswertung der im Zeitraum 2013k–2023 gewählten Methoden zur Schaffung der Tauschaktien	200
VIII. Zwischenergebnis	201
C. Ablauf eines Tauschangebots nach US-amerikanischem Übernahmerecht	203
I. Rechtliche Grundlagen	203
1. Richterrecht	203
2. Bundesrecht	203
a) Securities Exchange Act	204
b) Securities Act	205
c) Federal Antitrust Laws	205
aa) Hart-Scott-Rodino Act	205
(1) Anwendbarkeit auf <i>exchange offer</i>	206

(2) Beachtung der <i>waiting period</i>	206
bb) Clayton Act	207
3. Einzelstaatliches Recht	208
a) <i>Anti-takeover-statutes</i>	209
aa) Zielsetzung der Regelungen	209
bb) Inhalt der Regelungen	209
(1) <i>Control share acquisition statutes</i>	209
(2) <i>Business combination</i> bzw. <i>freeze-out statutes</i>	210
(3) <i>Constituency statutes</i>	210
(4) <i>Fair-price statutes</i>	211
b) <i>Blue sky laws</i>	211
4. SEC-Rules	212
II. Veröffentlichungspflicht im Vorfeld eines <i>tender offer</i>	212
1. Grundsätzliche Pflicht zur Veröffentlichung	213
2. Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht	216
III. Beginn des <i>tender offer</i>	216
1. Registrierungs- und Prospektpflicht nach dem Securities Act	217
a) Form und Inhalt des <i>registration statement</i>	218
b) Überprüfung der Registrierung	219
c) Haftung und Klagemöglichkeiten	221
2. Verbreitung des <i>exchange offer</i> an die Aktionäre	222
3. Einreichung des Schedule TO	223
a) Form und Inhalt der Veröffentlichung	224
b) Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht nach § 14(d)(1) Securities Exchange Act	227
c) Haftung für wesentliche Falschangaben im Zusammenhang mit der Einreichung	227
IV. Die Gegenleistung	228
1. Höhe der Gegenleistung	228
a) Zeitliche Reichweite der <i>best-price rule</i>	229
aa) <i>Bright-line rule</i> vs. <i>integral part test</i>	229
bb) Lösung der SEC für die Fälle der Gewährung einer zusätzlichen Gegenleistung an Manager der Zielgesellschaft	230
cc) Stellungnahme	231
(1) Ablehnung der <i>bright line rule</i>	231
(2) Ablehnung des alleinigen Abstellens auf den <i>integral part test</i> ..	232
(3) Berücksichtigung von <i>bright line rule</i> und <i>integral part test</i> ...	232
(a) Bedingung des Rechtsgeschäfts auf Vollzug des <i>tender offer</i>	233

(b) Bindung des im Rahmen eines Paketerwerbs gezahlten Preises an den Preis des <i>tender offer</i>	234
(c) Erfassung von Erwerben nach Widerruf eines alten und vor Abgabe eines neuen <i>tender offer</i> bei einem engen zeitlichen Zusammenhang	234
b) Geltung der <i>best-price rule</i> für eine alternative Gegenleistung	234
c) Haftung und Klagemöglichkeiten	235
2. Exklusivitätsregel	235
3. <i>All-holders rule</i> und Möglichkeit eines Teilangebots (<i>partial tender offer</i>) ..	236
4. Schaffung der Tauschaktien	236
a) Kapitalerhöhung aus <i>authorized shares</i>	237
b) Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung aufgrund der Vorschriften des NYSE und des NASDAQ	237
aa) Form des Beschlusses	238
bb) Ausnahme für <i>foreign private issuer</i>	239
c) Proxy-Regelungen der SEC	239
aa) <i>Preliminary</i> und <i>definitive proxy statement</i>	240
bb) Form und Inhalt des <i>proxy statement</i>	241
cc) Ausnahme für <i>foreign private issuer</i>	243
V. Stellungnahme der Zielgesellschaft	243
1. Form und Inhalt der Stellungnahme	243
2. Überprüfung der Stellungnahme	245
VI. Annahmefrist	245
1. Fristverlängerung	246
2. Weitere Annahmefrist	247
3. Rücktrittsrecht	248
VII. Allgemeine übernahmerechtliche Haftung	248
VIII. Angebotsbedingungen	249
IX. Transaktionsstrukturen	250
1. <i>Exchange offer</i> vs. <i>one-step merger</i>	250
2. <i>Exchange offer</i> als Teil eines <i>two-step merger</i>	251
a) <i>Long-form merger</i>	251
b) <i>Short-form merger</i>	251
c) <i>Intermediate-form merger</i>	252
X. Zwischenergebnis	252

Kapitel 3

**Problemkonstellationen bei der kumulativen Anwendung
von deutschem und US-amerikanischem Übernahmerecht** 254

A. Die Vereinbarkeit des US-amerikanischen Übernahmerechts mit den Vorgaben des WpÜG bei Durchführung eines übernahmerechtlichen Tauschangebots	254
I. Kumulative Eröffnung des Anwendungsbereichs beider Übernahmeregime	255
1. Übernahmekonstellation 1: Tauschangebot einer US-amerikanischen Bietergesellschaft für die Aktien einer US-amerikanischen Zielgesellschaft	256
2. Übernahmekonstellation 2: Tauschangebot einer deutschen Bietergesellschaft für die Aktien einer US-amerikanischen Zielgesellschaft	256
3. Übernahmekonstellation 3: Tauschangebot einer US-amerikanischen Bietergesellschaft für die Aktien einer deutschen Zielgesellschaft	256
4. Übernahmekonstellation 4: Tauschangebot einer deutschen Bietergesellschaft für die Aktien einer deutschen Zielgesellschaft	257
5. Zwischenergebnis	258
II. Vereinbarkeit der US-amerikanischen Übernahmeregeln mit den Vorgaben des WpÜG	258
1. Vereinbarkeit der Regelungen des § 5 Securities Act mit den Vorgaben des WpÜG	259
a) Vereinbarkeit mit dem vom WpÜG vorgegebenen Zeitplan	259
b) Vereinbarkeit mit den begrenzten Möglichkeiten zur Angebotsänderung nach dem WpÜG	260
2. Vereinbarkeit der Regelungen des § 14(d) Securities Exchange Act mit dem WpÜG	261
a) <i>Best-price rule</i>	261
b) Art der angebotenen Gegenleistung	262
c) <i>All-holders rule</i> und Möglichkeit eines <i>partial tender offer</i>	262
d) Rücktrittsrecht	262
e) Stellungnahme der Zielgesellschaft	263
3. Vereinbarkeit der Regelungen des § 14(e) Securities Exchange Act mit dem WpÜG	264
a) Verbot des Parallelerwerbs	264
b) Mindestlaufzeit der Annahmefrist	265
4. Beachtung des abweichenden US-amerikanischen Haftungsregimes	266
5. Vereinbarkeit des vom US-amerikanischen Recht vorgegebenen Zeitrahmens bis zum Vollzug des Tauschangebots mit den Vorgaben des WpÜG	266
6. Zusammenfassung	268
III. Auflösung von Normenwidersprüchen und transaktionserschwerenden Normenhäufungen	269
1. US-amerikanisches Übernahmerecht	270

a) Tier I Exemption und SEC-Rule 802	270
b) Tier II Exemption	271
c) <i>No-Action Letters</i>	272
aa) Befreiung vom Verbot des Parallelerwerbs	273
bb) Befreiung von der Pflicht zur Gewährung eines Rücktrittsrechts bis zum Eintritt aller Vollzugsbedingungen	274
d) <i>Vendor Placement</i>	274
aa) Zulässigkeit nach US-amerikanischem Übernahmerecht	274
bb) Zulässigkeit nach dem WpÜG	275
e) <i>Issuer safe harbor</i> nach Regulation S	276
f) Zwischenergebnis	277
2. Deutsches Übernahmerecht	277
a) Verlängerung der Frist zur Einreichung der Angebotsunterlage	278
b) Ausschluss von US-amerikanischen Aktionären	280
aa) Unzumutbarkeit der Einhaltung des US-amerikanischen Übernahme- rechts	281
(1) Unzumutbarkeit bei Normenwiderspruch	282
(2) Unzumutbarkeit bei Normenhäufung	283
(a) Pflicht zur Gewährung eines Rücktrittsrechts bis zum Ein- tritt einer regulatorischen Freigabe nach Ablauf der Annah- mefrist	284
(b) Verbot des Parallelerwerbs	285
bb) Gestaltung des Ausschlusses US-amerikanischer Aktionäre	285
(1) Ausschluss der Anwendbarkeit von § 5 Securities Act	285
(2) Ausschluss der Anwendbarkeit von § 14(d) Securities Exchange Act	287
(3) Ausschluss der Anwendbarkeit von § 14(e) Securities Exchange Act	287
c) Zwischenergebnis	287
B. Problemkonstellationen bei Abgabe des Tauschangebots durch eine US-amerikani- sche Bietergesellschaft	288
I. Sicherstellung der Finanzierung bei ausstehendem Hauptversammlungsbeschluss der US-amerikanischen Bietergesellschaft	289
1. Hauptversammlungsbeschluss bezüglich der Schaffung der Aktien	289
2. Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung aufgrund der Vorschriften des NYSE und des NASDAQ	290
a) Beschlussfassung vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage	290
b) Beschlussfassung nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage	291
c) Stellungnahme	291
aa) Vergleichbarkeit mit ausstehender Registrierung der Tauschaktien ..	292

bb) Berücksichtigung der Wertung der §§ 18 Abs. 1 und 25 WpÜG	292
3. Wirksame Registrierung der Aktien bei der SEC	293
II. Notwendigkeit der Erfüllung der Liquiditätskriterien am organisierten Markt . .	294
1. Wortlaut	295
2. Systematik	295
3. Telos	295
4. Schlussfolgerung	296
Schlussbetrachtung	298
I. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	298
1. Extensiver Anwendungsbereich des US-amerikanischen Übernahmerechts	298
2. Rechtsunsicherheit und Transaktionshindernisse innerhalb der jeweiligen Rechtsordnung	300
3. Vereinbarkeit des US-amerikanischen mit dem deutschen Übernahmerecht	302
4. Neue Rechtsfragen im deutschen Übernahmerecht bei Abgabe des Tausch- angebots durch eine US-amerikanische Bietergesellschaft	303
II. Ausblick	304
Anlage	307
Literaturverzeichnis	325
Stichwortverzeichnis	343

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
a. F.	alte Fassung
a. M.	am Main
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Accum.	Accumulations
ADRs	American Depositary Receipts
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
aff'd	affirmed
aff'g	affirming
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Am.U.Bus.L.Rev.	American University Business Law Review
Art.	Artikel (Singular)
Artt.	Artikel (Plural)
Aufl.	Auflage
Aug.	August
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Banking L. J.	Banking Law Journal
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOGK	beck-online.Grosskommentar
Beschl.	Beschl.
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BRD	Bundesrepublik Deutschland
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
Bus.Law.	The Business Lawyer
bzw.	beziehungsweise
C.	Code
C.D.Cal.	United States District Court for the Central District of California
C.F.R.	Code of Federal Regulations
Calif.L.Rev.	California Law Review
Can.L.Times	Canadian Law Times

cert.	certiorari
CF	Corporate Finance
CFL	Corporate Finance Law
Cir.	Circuit
Colum.Bus.L.Rev.	Columbia Business Law Review
Cong.	Congress
d.	des; der
D. C.	District of Columbia
D.C.Cir.	United States Court of Appeals for the District of Columbia
D.D.C.	United States District Court for the District of Columbia
D.Del.	United States District Court for the District of Delaware
d. h.	das heißt
D.Kan.	United States District Court for the District of Kansas
D.Nev.	United States District Court for the District of Nevada
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
Dec.	December
Del.C.	Delaware Code
Del.Ch.	Delaware Court of Chancery
DelegierteVO	Delegierte Verordnung
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität
Diss.	Dissertation
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DOJ	Department of Justice
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTC	US Depository Trust Company
E. D.Mich.	United States District Court for the Eastern District of Michigan
E. D.Mo.	United States District Court for the Eastern District of Missouri
E.D.N.Y.	United States District Court for the Eastern District of New York
E. D.Pa.	United States District Court for the Eastern District of Pennsylvania
ebd.	ebenda
EBIT	earnings before interest and taxes
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
Ed.	Edition
EFTA	European Freetrade Association
Einl.	Einleitung
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGVO	Verordnung über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen
EUR	Euro
EUV	Vertrag über die Europäische Union

EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende(r) (Singular)
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
F.Supp.	Federal Supplement
F.Supp.2d	Federal Supplement, Second Series
Feb.	February
Fed.Appx.	Federal Appendix
ff.	folgende (Plural)
Finanzinstrumente- Aufzeichnungspflicht-DVO	Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-Durchführungsver- ordnung
Fn.	Fußnote
Fordham J.Corp. & Fin.L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
Fordham L.Rev.	Fordham Law Review
FS	Festschrift
FTC	Federal Trade Commission
gem.	gemäß
Geo.J. Int'l L.	Georgetown Journal of International Law
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
grds.	grundsätzlich
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
H.R.Rep.	House of Representatives Report
Harv.Bus.L.Rev.	Harvard Business Law Review
Harv.L.Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
Hous.L.Rev.	Houston Law Review
Hrsg.	Herausgeber
i. H. v.	in Höhe von
i. S. d.	im Sinne des/der
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
ILCS	Illinois Compiled Statutes
Inc.	Incorporated
Ind.Code	Indiana Code
inkl.	inklusive
Int'l L.	International Lawyer
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
IPR-G	Bundesgesetz über das internationale Privatrecht (Österreich)
IPRG	Bundesgesetz über das internationale Privatrecht (Schweiz)
ISIN	International Securities Identification Number
J.Corp.L.	Journal of Corporation Law
J.Fin.Econ.	Journal of Financial Economics
J.L.Econ. & Org.	Journal of Law, Economics & Organization
J.Legal Stud.	Journal of Legal Studies
Jan.	January

JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
Kans.	Kansas
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten
KoR	Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
L. P.	Limited Partnership
Law & Contemp.Probs.	Law and Contemporary Problems
lit.	Buchstabe
Ltd.	Limited
M & A Law.	The M & A Lawyer
M.D.N.C.	United States District Court for the Middle District of North Carolina
M. D.Tenn.	United States District Court for the Middle District of Tennessee
Mar.	March
Mich.J. Int'l L.	Michigan Journal of International Law
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFiR	Markets in Financial Instruments Regulation
Minn.J. Int'l L.	Minnesota Journal of International Law
Mio.	Millionen
N.C.L.Rev.	North Carolina Law Review
N.D.Cal.	United States District Court for the Northern District of California
N.D.Ga.	United States District Court for the Northern District of Georgia
N.D.Ill.	United States District Court for the Northern District of Illinois
N.D.Ohio	United States District Court for the Northern District of Ohio
N.J.S. A.	New Jersey Statutes Annotated
N. Y.Bus.Corp.L.	New York Business Corporation Law
N. Y.U.J.L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business
N. Y.U.L.Rev.	New York University Law Review
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
Nev.Stat.	Nevada Statute
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
No.	Number
Nos.	Numbers
Nov.	November
Nr.	Nummer
Nw.U.L.Rev.	Northwestern University Law Review
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Ohio Rev.Code	Ohio Revised Code
OLG	Oberlandesgericht
Ord.	Ordentliche
Penn St.L.Rev.	Penn State Law Review

PIABA B.J.	Public Investors Advocate Bar Association Bar Journal
PLC	Public Limited Company
ProspektVO	Prospektverordnung
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rec.	Record
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
rev'd	reversed
Rich.J. Global L. & Bus.	Richmond Journal of Global Law and Business
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
S.	Seite
S.Ct.	Supreme Court Reporter
S.D.Fla.	United States District Court for the Southern District of Florida
S.D.Ind.	United States District Court for the Southern District of Indiana
S.D.N.Y.	United States District Court for the Southern District of New York
S.Rep.	Senate Report
SE	Societas Europaea
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Sept.	September
Sess.	Session
sog.	sogenannter; sogenannte; sogenanntes
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
Stan.L.Rev.	Stanford Law Review
Theoretical Inquiries L.	Theoretical Inquiries Law
U. Miami L.Rev.	University of Miami Law Review
u. a.	unter anderem
U.C. Davis L.Rev.	U.C. Davis Law Review
U.Det. Mercy L.Rev.	University of Detroit Mercy Law Review
U.S.C.	United States Code
UAbs.	Unterabsatz
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
US	United States
USA	United States of America
USD	US-Dollar
v.	versus
V.A.M.S.	Vernon's Annotated Missouri Statutes
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
Vill.L.Rev.	Villanova Law Review
Vol.	Volume
W.D.N.Y.	United States District Court for the Western District of New York

W.D.Pa.	United States District Court for the Western District of Pennsylvania
W.D.Wash.	United States District Court for the Western District of Washington
Wake Forest L.Rev.	Wake Forest Law Review
Washburn L. J.	Washburn Law Journal
Wis.L.Rev.	Wisconsin Law Review
WKN	Wertpapier-Kennnummer
WL	Westlaw
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wm. & Mary L.Rev	William & Mary Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebVO	WpÜG-Angebotsverordnung
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
Yale L. J.	Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZJapanR	Zeitschrift für Japanisches Recht
ZuFinG	Zukunftsfinanzierungsgesetz
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

A. Anlass der Untersuchung

Mit Beschluss vom 11.01.2021 entschied das OLG Frankfurt a.M., dass eine Aktie „liquide“ i. S. d. § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG¹ ist, „wenn sie als Vermögensgegenstand – jedenfalls fast – so gut wie ein Geldbetrag in Euro ist, also ohne weiteres und jederzeit – insbesondere zeitnah zu deren Übereignung in Vollzug eines Übernahmeangebots – verkauft („liquidiert“) werden kann und bei einem Verkauf an der Börse kurz nach Vollzug des Übernahmeangebots nach regelmäßigem Verlauf davon ausgegangen werden kann, dass der Aktionär den nach § 31 Abs. 1 Satz 2 WpÜG i. V. m. §§ 3–7 WpÜG-AngebVO² als angemessen bestimmten Wert der ursprünglich von ihm gehaltenen Aktien der Zielgesellschaft erzielen wird.“³ Liquide in diesem Sinne seien in jedem Fall solche Aktien, „welche die Voraussetzungen⁴ von Art. 22 Abs. 1 Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-DVO⁵ erfüllen.“⁶

Diese Auslegung des Tatbestandsmerkmals „liquide“ wurde von der Praxis kritisiert. Die Entscheidung führe dazu, dass Tauschangebote für Bieter unterhalb einer gewissen Größenordnung *de facto* nicht mehr möglich seien⁷ und in Deutschland lediglich etwa 80 Unternehmen ein Tauschangebot machen könnten.⁸ Tauschangeboten in Deutschland sei durch die Entscheidung des OLG Frankfurt ein „Bären-

¹ Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. Dezember 2001, BGBl. I 2001, 3822.

² Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots vom 27. Dezember 2001, BGBl. I 2001, 4263.

³ OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 11. 1. 2021 – WpÜG 1/20, AG 2021, 356.

⁴ Zu den Voraussetzungen von Art. 22 Abs. 1 Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-DVO vgl. Kapitel 2, A. I. 1. a) bb), S. 152.

⁵ Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie.

⁶ OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 11. 1. 2021 – WpÜG 1/20, AG 2021, 356.

⁷ Herfs, in: Öffentliche Unternehmensübernahmen, 2022, S. 155, 174; Kiefner/Kiesewetter, BKR 2021, 265, 267.

⁸ Haßler, GWR 2021, 167; ähnlich Kremer/Kulenkamp, in: Kölner Komm. WpÜG, WpÜG, 3. Aufl. 2022, § 31 Rn. 32 ff., die davon ausgehen, dass so einem Großteil der Gesellschaften die Möglichkeit eines Tauschangebots genommen werde.

dienst“ erwiesen worden, da sie nun noch schwieriger durchzuführen seien.⁹ Der Beschluss wirke sich negativ auf die Flexibilität des deutschen Übernahmemarktes insgesamt aus,¹⁰ weshalb damit zu rechnen sei, dass es in Zukunft weniger Tauschangebote geben werde.¹¹ Entsprechend dieser Befürchtungen untersagte die BaFin mit Bescheid vom 23.02.2021 das Tauschangebot der 4basebio AG an die Aktionäre der KROMI Logistik AG unter Bezugnahme auf die vom OLG Frankfurt a. M. vorgegebenen Kriterien.¹²

Vor dem Hintergrund des Ziels des WpÜG, eine Stärkung des Wirtschaftsstandorts und Finanzplatzes Deutschland zu erreichen, wäre eine solche Entwicklung problematisch.¹³ Bereits jetzt sind Tauschangebote, die im Rahmen eines freiwilligen Übernahmeangebots abgegeben werden, in Deutschland die Ausnahme.¹⁴ Von den in den Jahren 2023 und 2022 insgesamt abgegebenen 14 Übernahmeangeboten war kein einziges Angebot ein Tauschangebot.¹⁵ Im Jahr 2021 wurden zwar mehr Übernahmeangebote abgegeben als in den beiden Folgejahren zusammen, allerdings handelte es sich bei lediglich einem der 19 Übernahmeangebote um ein Tauschangebot und bei einem Übernahmeangebot um ein gemischtes¹⁶ Angebot.¹⁷ Ebenfalls nur ein Tauschangebot wurde im Jahr 2020, in dem insgesamt 15 Übernahmeangebote zu verzeichnen waren, abgegeben.¹⁸ Im Ausland wird zwar auch das Barangebot bevorzugt, allerdings führt das Tauschangebot kein Schattendasein wie in Deutschland.¹⁹

⁹ Büttner, Transaktionsmarkt – Hohe Hürden bei Tauschangeboten bleiben, *Platow Legal + Finance*, Ausgabe vom 23. 12. 2021.

¹⁰ Döding/Wentz, *EWiR* 2021, 459, 460.

¹¹ Hasselbach/Stepper, *BB* 2022, 643, 651.

¹² Vgl. <https://www.pressetext.com/news/20210223051> (zuletzt abgerufen am 31. 12. 2023).

¹³ BT-Drucks. 14/7034, S. 28. Zwar soll das WpÜG Unternehmensübernahmen weder fördern noch verhindern, allerdings soll sich bei der Schaffung eines fairen und geordneten Angebotsverfahrens an international üblichen Standards orientiert werden, vgl. ebd.

¹⁴ Beurskens/Oechsler, in: Beurskens/Ehrliche/Ekkenga, *WpÜG*, 2. Aufl. 2021, § 31 Rn. 33; Herfs, in: *Öffentliche Unternehmensübernahmen*, 2022, S. 155, 156.

¹⁵ Vgl. Anlage, S. 331 ff.

¹⁶ Zur Erläuterung des Begriffs des gemischten Angebots vgl. Kapitel 2, B. III. 2. S. 148.

¹⁷ Vgl. Anlage, S. 336 f. Die Acorn HoldCo, Inc. gab am 12. November 2021 ein Tauschangebot an die Aktionäre der ADVA Optical Networking SE ab (geändert am 11. Januar 2022). Darüber hinaus erfolgte ein Tauschangebot der 4basebio AG an die Aktionäre der KROMI Logistik AG am 23. Februar 2021, welches aber wegen der fehlenden Liquidität der Aktien untersagt wurde. Ein gemischtes Angebot machte die CTP N. V. am 07. Dezember 2021 an die Aktionäre der Deutsche Industrie REIT-AG.

¹⁸ Vgl. Anlage, S. 338 f. Die ADO Properties S. A. gab am 07. Februar 2020 ein Tauschangebot an die Aktionäre der ADLER Real Estate AG ab. Überdies erfolgte am 06. März 2020 ein Tauschangebot der Heidelberger Beteiligungsholding AG an die Aktionäre der Biofrontera AG, was aber wegen der fehlenden Liquidität der Aktien untersagt wurde. Eine Übersicht über die im Zeitraum 2013–2023 abgegeben Übernahmeangebote findet sich in der Anlage, S. 331 ff. Für einen Überblick zum Zeitraum vom 01. Januar 2010 bis zum 30. Juni 2011, vgl. *Seibt*, CFL 2011, 213 ff. und für den Zeitraum vom 01. Juli 2011 bis zum 30. Juni 2013, vgl. *Seibt*, CFL 2013, 145 ff.

¹⁹ *Fassbender/Killat*, *ZfgK* 2007, 434 f.; *Vetter*, AG 2008, 177, 179 f. Auch in den USA sind Tauschangebote häufiger anzutreffen, vgl. *Climan/Bason/Green/Greenberg*, 116 Penn

Die Entscheidung des OLG Frankfurt a.M. hat somit maßgebliche Bedeutung für die zukünftige Entwicklung von Tauschangeboten in Deutschland und bietet Anlass, sich mit den bereits bestehenden rechtlichen Problemen bei der Durchführung eines Tauschangebots auseinanderzusetzen.

B. Gegenstand der Untersuchung

Die Arbeit konzentriert sich auf Tauschangebote, die im Rahmen eines freiwilligen Übernahmeangebots abgegeben werden. Freiwillige Übernahmeangebote sind gem. § 29 Abs. 1 WpÜG Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle der Zielgesellschaft gerichtet sind.²⁰ Kontrolle ist nach § 29 Abs. 2 Satz 1 WpÜG das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte.²¹ Nicht Gegenstand der Untersuchung sind im Rahmen eines freiwilligen Übernahmeangebots abgegebene Barangebote, Pflichtangebote i. S. d. § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG,²² sog. „Delisting-Angebote“²³ sowie einfache Erwerbsangebote, d. h. Angebote, die nicht auf Kontrollerlangung abzielen.

Bei Durchführung einer öffentlichen Übernahme bietet ein Tauschangebot gegenüber einem Barangebot eine Reihe von Vorteilen. Attraktiv ist insbesondere, dass eine deutlich geringere Liquidität des Bieters erforderlich ist bzw. dessen Liquidität geschont wird.²⁴ Dieser kann für die Finanzierung neu geschaffene oder bestehende Aktien als „Akquisitionswährung“ verwenden.²⁵ Es müssen also – anders als üblicherweise bei einem Barangebot – keine erheblichen Fremdverbindlichkeiten aufgenommen werden, sodass das kombinierte Unternehmen mit deut-

St.L.Rev. (2012) 615, 618. Hier werden Tauschangebote insbesondere bei feindlichen Übernahmen genutzt, vgl. *Lander*, U.S. Securities Law for International Financial Transactions and Capital Markets, Nov. 2023, § 11:92.

²⁰ Zu einem Pflichtangebot ist der Bieter hingegen gem. § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG nach Kontrollerlangung verpflichtet. Dies gilt jedoch nicht, wenn die Kontrolle durch ein freiwilliges Übernahmeangebot erlangt wurde, vgl. § 35 Abs. 3 WpÜG.

²¹ Die Grenze von 30 Prozent der Stimmrechte wurde vom Gesetzgeber gewählt, weil so – aufgrund der Tatsache, dass nicht alle Aktionäre an der Hauptversammlung teilnehmen – in den meisten Fällen eine Hauptversammlungsmehrheit besteht, vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 53. Der übernahmerechtliche Kontrollbegriff unterscheidet sich insoweit vom aktienrechtlichen Abhängigkeitsbegriff des § 17 Abs. 1 AktG, vgl. hierzu ausführlich *Assmann/Favoccia*, in: *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG, 3. Aufl. 2020, § 29 Rn. 10 ff.

²² Pflichtangebote werden – anders als freiwillige Übernahmeangebote – nicht vor Erreichen der Kontrolle abgegeben, sondern erst dann, wenn die Kontrolle erlangt wurde und der Kontrollerwerb nicht auf einem freiwilligen Übernahmeangebot beruht.

²³ Bei Delisting-Angeboten scheidet ein Tauschangebot von vornherein aus, da nach § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG die Gegenleistung zwingend in einer Geldleistung in Euro bestehen muss.

²⁴ *Marsch-Barner/Oppenhoff*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG, Stand: Sept. 2023, § 13 Rn. 124; *St. Schulz*, in: *Göthel*, Grenzüberschreitende M&A-Transaktionen, 5. Aufl. 2020, § 12 Rn. 79; *Vetter*, AG 2008, 177, 180.

²⁵ *Beurskens/Oechsler*, in: *Beurskens/Ehrlicke/Ekkenga*, WpÜG, 2. Aufl. 2021, § 31 Rn. 33; *Schulze De la Cruz/Schmoll*, WM 2020, 630, 631.