

Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Hans-Gert Vogel

**„Finanzierung von Übernahme-
angeboten – Testat und Haftung des
Wertpapierdienstleistungsunter-
nehmens nach § 13 WpÜG“**

Nr. 97



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG

Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)¹ weist den Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstmals eine gesetzliche Rolle im Rahmen der Finanzierung von öffentlichen Übernahmeangeboten zu, indem es eine von einem solchen Unternehmen ausgestellte Bestätigung der Finanzierbarkeit zum zwingenden Bestandteil der Angebotsunterlage macht.² Hieraus ergibt sich zum einen ein neues Geschäftsfeld für Kreditinstitute, zum anderen aber auch ein neues Haftungsrisiko.

I. Einführung

Vor Veröffentlichung einer Angebotsunterlage hat der Bieter nach § 13 Abs. 1 WpÜG für die ordnungsgemäße Erfüllung des Angebots im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung Sorge zu tragen. Im Falle eines Barangebots verlangt § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG zusätzlich, dass ein vom Bieter unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen schriftlich bestätigt, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel im maßgeblichen Zeitpunkt zur Verfügung stehen.

Das Erfordernis einer Finanzierungsbestätigung mit daran geknüpfter Haftung des Testierenden ist im deutschen Recht ein Novum. Auch Art. 6 Abs. e lit. k) des – im Juli 2001 im Parlament gescheiterten – Entwurfs einer EU-Übernehmerichtlinie in der Fassung des Gemeinsamen Standpunkts des Rates und des Parlaments vom 19. 6. 2000³ sah keine entsprechende Regelung vor. Lediglich die Angebotsunterlage selbst sollte danach „Angaben zur Finanzierung des Angebots“ enthalten, so dass der deutsche Gesetzgeber mit den Regelungen des § 13 WpÜG über das nach EU-Vorgaben Erforderliche hinausgegangen wäre. Als Vorbild für die Vorschrift des § 13 WpÜG diente dem deutschen Gesetzgeber ausweislich der Begründung zum Regierungsentwurf⁴ vielmehr in erster Linie die entsprechende Regelung in § 4 Nr. 1 des

¹ Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. 12. 2001, BGBl. I, 2001, 3822. Dazu allgemein *Zinser*, WM 2002, 15 ff.; *Zschoke*, DB 2002, 79 ff.

² Dazu auch *Assmann*, AG 2002, 114, 119 ff.; *Hamann*, ZIP 2001, 2249, 2254.

³ AbIEG Nr. C 23 vom 24. 1. 2001; dazu *Neye*, AG 2000, 289 ff.

⁴ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, BR-Drucks. 574/01 vom 17. 8. 2001 (im Folgenden zitiert als RegE WpÜG), Begründung, S. 106.

österreichischen Übernahmegesetzes (öÜbG).⁵ Auch diese sieht allerdings keine unmittelbare Haftung des die Finanzierung bestätigenden „unabhängigen Sachverständigen“ gegenüber den Adressaten vor. Insofern wurde vielmehr zurückgegriffen auf Rule 2.5 c) des London City Code.⁶ Im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens war von Anwaltschaft und Kreditgewerbe die gänzliche Streichung des Erfordernisses eines Testats oder die Schaffung einer fakultativen Freistellung vom Gebot der Sicherstellung durch die Aufsicht unter Hinweis auf das erhebliche und unkalkulierbare Haftungsrisiko sowie die damit einhergehende Verteuerung für den Bieter gefordert worden.

Die neue Regelung wirft zahlreiche praktische Probleme und neue Rechtsfragen auf. So wird sich etwa der Praktiker mit der Schwierigkeit konfrontiert sehen, innerhalb kurzer Frist eine Finanzierungsbestätigung nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG zu beschaffen, deren vertragsgegenständliches Risiko erst nach Abschluss einer Risikoanalyse bei Bieter und Zielgesellschaft bestimmt werden kann.⁷ Offen ist die Frage nach der Berechnung des Schadensersatzes nach § 13 Abs. 2 WpÜG.⁸ Weitere offene Fragen ließen sich hinzufügen.

II. Finanzierung von Übernahmetransaktionen und § 13 WpÜG

1. Wahl des Finanzierungsinstruments

Die Finanzierung des Anteilserwerbs zählt zu den Kernproblemen jeder Übernahmetransaktion.⁹ Das WpÜG enthält gleichwohl keine besonderen Anforderungen an die Finanzierung selbst. Bei der Wahl des Finanzierungsinstruments spielen aus Sicht des Bieters neben dem Kostenaspekt zwei Gesichtspunkte eine wesentliche Rolle: Dies ist zum einen die Geschwindigkeit, mit der die erforderlichen Mittel bereitgestellt werden können, und zum anderen die Vermeidung einer Offenlegung der Übernahmeabsicht. Die neue gesetzliche Regelung ändert hieran nichts. Auch nach Inkrafttreten des WpÜG gelten hierfür allein die außerhalb seines Regelungsbereiches liegenden rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung von Unternehmensakquisitionen. Das WpÜG enthält in §§ 31 Abs. 2, 39 Vorgaben lediglich im Hinblick auf die Art der Gegenleistung, nicht hingegen auf die Herkunft der Mittel. Bei

⁵ Im Internet abrufbar unter <http://www.takeover.at/recht.htm>.

⁶ Im Internet abrufbar unter <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>. Weitere rechtsvergleichende Hinweise bei Vogel, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.), Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, § 13 Rz. 10 ff.

⁷ Riehmer/Schröder, NZG 2000, 820, 821.

⁸ Zinser (Fußn. 1), 17.

⁹ Solomon/Schwartz/Bauman/Weiss, Corporations, 4. Aufl., 1998, S. 1171 f.

schlichten Erwerbsangeboten, die nicht auf Kontrollerlangung zielen, ist der Bieter in der Wahl der Gegenleistung völlig frei. Beschränkungen bestehen nur bei auf Kontrollerwerb gerichteten Angeboten, d. h. Übernahmeangeboten“ und „Pflichtangeboten“ in der Terminologie des WpÜG.¹⁰ Mindestgegenleistung ist in diesen Fällen eine Geldleistung in Euro oder ein Angebot auf Wertpapiertausch, bestehend in liquiden zum Handel an einer Börse im europäischen Wirtschaftsraum zugelassenen Aktien. Von einer Regulierung der zur Verfügung stehenden Finanzierungsinstrumente hat der Gesetzgeber dagegen zu Recht abgesehen. Amerikanische Erfahrungen der achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts mit von den Banken gewährten (Risiko-) Krediten zur Finanzierung von Übernahmeangeboten, die den Bieter zur anschließenden „Ausschlachtung“ der Zielgesellschaft zwingen¹¹, rechtfertigen in Deutschland keine direkten gesetzlichen Eingriffe in das Finanzierungsverhalten der Bieter in Gestalt gesetzlicher Beschränkungen. Zu verweisen ist in diesem Zusammenhang zum einen auf die Mechanismen des Bankaufsichtsrechts zur Beschränkung von Kreditvergaben¹² und zum anderen auf die Grenzen, die das deutsche Unternehmensverfassungsrecht dem herrschenden Unternehmen in der Zielgesellschaft setzt.¹³ Hinsichtlich des Barangebots ergeben sich Restriktionen vor allem bei der Finanzierung unter Einsatz des Vermögens oder des Cash Flow der Zielgesellschaft.¹⁴ Die ausgeprägte institutionelle Absicherung der Verwaltungsorgane deutscher Aktiengesellschaften in Kombination mit den konzernrechtlichen Schutzvorschriften des Aktiengesetzes erschwert einem Bieter den Erwerb der Zielgesellschaft unter Rückgriff auf deren Vermögen zur Finanzierung der Transaktion ohne Herbeiführung einer Verschmelzung oder Begründung eines Vertragskonzerns. In letzterem Fall greifen indes die eigenständigen aktienrechtlichen Mechanismen des Minderheitenschutzes und der Kapitalerhaltung.¹⁵ Insgesamt gilt auch unter der neuen gesetzlichen Regelung, dass der Bieter hinsichtlich der Finanzierung selbst über die dem jeweiligen nationalen Recht zu entnehmenden Vorgaben hinaus in der Vorangebotsphase keinen

¹⁰ Übernahmeangebote, geregelt in §§ 29 ff., 34 WpÜG, sind Angebote, die auf das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft gerichtet sind. Als Pflichtangebote bezeichnet das WpÜG in §§ 35 ff., 39 Angebote, die bei Überschreiten dieser Schwelle aus sonstigen Gründen kraft Gesetzes abgegeben werden müssen.

¹¹ Vgl. die Nachweise bei *Assmann/Bozenhardt*, in: *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer* (Hrsg.), *Übernahmeangebote*, ZGR-Sonderheft 9, 1990, S. 1, 58.

¹² Diese sind für sich genommen freilich unzureichend. § 13 KWG beschränkt nur das Kreditvolumen einer einzelnen Bank oder Bankengruppe, nicht aber das eines Konsortiums. Entsprechendes gilt für die Prüfungspflicht nach § 18 KWG. Im Falle eines ausländischen Bieters greifen die Kreditvergabebestimmungen des deutschen Bankaufsichtsrechts nicht.

¹³ Dazu allgemein *Klass*, *Der Buy-Out von Aktiengesellschaften*, Diss., Baden-Baden, 2000, passim; *Vogel* (Fußn. 6), Rz. 40 ff.

¹⁴ Zu den rechtlichen Anforderungen an derartige Buy-Out-Transaktionen vgl. etwa *Becker*, DStR 1998, 1429, 1430 ff. sowie *Lutter/Wahlers*, AG 1989, 1, 8 ff.

¹⁵ *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 868.

besonderen Verhaltensbindungen unterliegt. Hiervon zu trennen ist die aus kapitalmarktrechtlichen Publizitätsinteressen und dem Anliegen einer informierten Anlegerentscheidung heraus zu begründende Pflicht zur Information über die Finanzierung in der veröffentlichten Angebotsunterlage.

2. Der Regelungsmechanismus des § 13 WpÜG beim Barangebot

§ 13 WpÜG trägt dem besonderen Interesse der mit einem Wertpapiererwerbs- oder Übernahmeangebot angesprochenen Aktionäre an der Leistungsfähigkeit des Bieters Rechnung. Bei Barangeboten erfolgt die Disziplinierung des Bieters dabei mittelbar über das Instrument der Haftung des testierenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens und nicht durch entsprechende Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Die Sicherstellung der Finanzierung könnte von dieser nur schwerlich selbst geprüft werden. Die behördliche Kontrolle beschränkt sich daher auf die Prüfung des Vorliegens der (eher geringen) formalen Anforderungen an die Finanzierungsbestätigung.¹⁶

III. Finanzierungsbestätigung beim Barangebot

Während die Verpflichtung des Bieters, das Vorhandensein der zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruches auf die Gegenleistung sicherzustellen, unabhängig davon besteht, ob als Gegenleistung eine Geld- oder eine Sachleistung vorgesehen ist, hat (nur) im ersteren Fall zusätzlich ein unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu bestätigen, dass der Bieter alle erforderlichen Maßnahmen getroffen hat, um die Ansprüche bei Fälligkeit der Geldleistung erfüllen zu können. In der bisherigen Praxis überwiegen Barangebote.¹⁷ Auch das WpÜG sieht das Barangebot als Regelfall an. Auf das Barangebot sind die Regeln des § 13 WpÜG in erster Linie zugeschnitten. Nur auf das Barangebot erstreckt sich das Erfordernis der Finanzierungsbestätigung. Allerdings wird gerade in den spektakulären Fällen der sog. „Mega-Deals“ der Tausch gegen eigene Aktien des Bieters immer mehr an Bedeutung gewinnen. Verwiesen sei aus jüngerer Zeit auf den Fall „Vodafone/Mannesmann“¹⁸.

¹⁶ Dazu unten III 2.4.

¹⁷ Siehe im einzelnen den Bericht der *Übernahmekommission*, Drei Jahre Übernahmekodex, 1998, S. 30 ff.

¹⁸ Dazu *Riehmer/Schröder* (Fußn. 7), 821 f.

1. Barangebot

Als Barangebot bezeichnet das WpÜG in § 31 Abs. 2 solche Angebote, die als Gegenleistung für Aktien der Zielgesellschaft eine „Geldleistung in Euro“ vorsehen. Eine inländische Aktiengesellschaft als Bieter kann sich zur Finanzierung Eigenkapital beschaffen durch Maßnahmen der Innenfinanzierung (Gewinnthesaurierung, Abschreibungsfinanzierung), durch freiwillige Leistungen der Aktionäre außerhalb von Kapitalerhöhungen sowie insbesondere durch Erhöhung des Grundkapitals. Ähnliches gilt für Bieter in der Rechtsform der GmbH oder einer Personenhandelsgesellschaft. Daneben stehen die unterschiedlichsten Möglichkeiten zur Beschaffung von Fremdkapital zur Verfügung, teilweise, insbesondere bei Bietern in der Rechtsform der Aktiengesellschaft, mit eigenkapitalähnlichem Charakter. Barangebote werden bei größeren Volumina regelmäßig durch Kapitalerhöhungen finanziert, kleinere Transaktionen hingegen primär mit Fremdkapital.¹⁹ Das WpÜG selbst enthält hierfür keine Vorgaben.

2. Finanzierungsbestätigung

2.1 Anwendungsbereich

Im praktischen Hauptfall des auf eine Geldleistung lautenden Übernahmeangebots hat nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG ein unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen schriftlich zu bestätigen, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung zur Verfügung stehen. Eine Finanzierungsbestätigung ist auch erforderlich bei nicht auf den Kontrollerwerb gerichteten öffentlichen Angeboten auf den Erwerb von Wertpapieren (sog. schlichte Erwerbsangebote), wenn und soweit diese eine Geldleistung beinhalten, nicht hingegen für auf eine Sachleistung lautende (Tausch-) Angebote.²⁰

¹⁹ Siehe im Einzelnen *Vogel* (Fußn. 6), Rz. 17 ff.

²⁰ Der am 29. 6. 2000 vorgelegte Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen (BMF), dazu umfassend vor allem *Pöttsch/Möller*, WM 2000, SBeil. 2, S. 1 ff., differenzierte hinsichtlich des Erfordernisses eines Testats der getroffenen Finanzierungsmaßnahmen nicht zwischen Angeboten auf Geld- und auf Sachleistung. Eine Beschränkung der Regelung auf Barangebote erfolgte im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens auf Grund zahlreicher Einwände von Praktikerseite. Namentlich beim Angebot eigener Aktien wäre die Erlangung eines entsprechenden Testats problembehaftet. Allenfalls könnte bestätigt werden, dass der Bieter die erforderlichen Schritte zur Durchführung einer Kapitalerhöhung bzw. zur Ausnutzung genehmigten Kapitals geschaffen hat, nicht hingegen, dass die Kapitalerhöhung auch erfolgreich durchgeführt wurde.

Die Bestätigung kann sich nur auf solche Tatsachen erstrecken, die zum Zeitpunkt der Ausstellung bekannt sind. Für den Fall einer nachträglichen Erhöhung des Angebots (§ 21 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG) sieht § 21 Abs. 3 WpÜG deswegen die entsprechende Geltung des § 13 WpÜG sowie des § 11 Abs. 2 Satz 2 bis 5 WpÜG vor. Erforderlich ist die Vorlage eines ergänzenden Testats. Anders verhält es sich bei Nachbesserungen nach § 31 Abs. 4 WpÜG, d. h. auf Grund von Dritterwerben während der Laufzeit des Angebots zu einem höheren als dem in der Angebotsunterlage genannten Preis. Eine entsprechende Ergänzung des Bestätigungsschreibens erübrigt sich. Denn Voraussetzung der Anwendung des § 31 Abs. 4 WpÜG ist stets ein bestehender oder bereits erfüllter Anspruch auf die Gegenleistung, d. h. die bereits erfolgte Annahme des Angebots. In diesem Zeitpunkt hat sich der Schutzzweck des § 13 Abs. 1 WpÜG jedoch erledigt. Es fehlt an einem § 21 Abs. 3 WpÜG entsprechenden Verweis in § 31 WpÜG, so dass die Finanzierbarkeit des Nachbesserungsbetrages nicht der Bestätigung bedarf. Auch im Rahmen von Abwehrmaßnahmen ausgegebene neue Aktien der Zielgesellschaft brauchen bei der Finanzierungsbestätigung nicht berücksichtigt zu werden.

2.2 Wertpapierdienstleistungsunternehmen

Bei den zur schriftlichen Bestätigung berechtigten Wertpapierdienstleistungsunternehmen handelt es sich um solche des § 2 Abs. 4 WpHG.²¹ Dies sind neben den inländischen Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten²² die entsprechenden Institute mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraumes, die berechtigt sind, ohne erneute Zulassung im Inland durch Zweigniederlassungen oder im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs im Inland tätig zu sein. Damit sind etwa Kreditinstitute mit Sitz in der Schweiz oder in den USA nicht zur Abgabe einer Finanzierungsbestätigung zugelassen. Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist nach § 2 Abs. 4 WpHG nicht bereits jedes Unternehmen, das Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen erbringt. Zugelassen sind vielmehr nur solche Unternehmen, die, über die Leistung derartiger Dienste hinaus, Kreditinstitute gemäß §§ 1 Abs. 1, 2 Abs. 1 KWG oder aber Finanzdienstleistungsinstitute gemäß §§ 1 Abs. 1 a, 2 Abs. 6 KWG sind oder aber – als Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen erbringende Zweigstellen eines Unternehmens mit Sitz im Aus-

²¹ RegE WpÜG, Begründung, S. 106. Nach dem am 29.6.2000 vorgelegten Diskussionsentwurf des BMF sollten daneben – entsprechend dem österreichischen Recht – nicht nur Wertpapierdienstleistungsunternehmen, sondern auch Wirtschaftsprüfer mit Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraumes das Testat erteilen können. Im Hinblick auf die – anders als nach österreichischem Recht – bestehende unmittelbare Haftung des Testierenden gegenüber den Adressaten des Angebots wurde hiervon jedoch im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens zu Recht Abstand genommen.

²² „Institute“ im Sinne des § 1 Abs. 1 b KWG.

land – gemäß § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG als Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute gelten. Schließlich muss hinzukommen, dass die Wertpapier- und Wertpapiernebdienstleistungen dieser Unternehmen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbracht werden, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.²³ Hierdurch soll ein möglichst hoher Überwachungsstandard über das bestätigende Unternehmen gewährleistet werden.²⁴ Vor diesem Hintergrund gilt vorliegend auch der Ausnahmetatbestand des § 2 a Abs. 1 WpHG. Die dort in Nr. 1 bis 8 genannten Unternehmen (etwa Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen nur innerhalb eines Konzerns erbringen oder lediglich Arbeitnehmerbeteiligungen verwalten, Versicherungsunternehmen, Zentralbanken und öffentliche Schuldenverwaltung) sind vom Anwendungsbereich des fünften Abschnitts des WpHG ausgenommen. Sie unterliegen nicht den in §§ 31 ff. WpHG aufgestellten Verhaltensregeln und der entsprechenden Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Sie sind damit auch nicht zur Bestätigung der Finanzierbarkeit eines Übernahmeangebots zugelassen.

2.3 „Unabhängigkeit“ des Wertpapierdienstleistungsunternehmens

Das Merkmal der „Unabhängigkeit“ des Wertpapierdienstleistungsunternehmens soll sowohl sachlich als auch persönlich zu verstehen sein. Es soll verhindern, dass auf Grund – auch faktischer – Verbindungen zwischen Bieter und bestätigendem Wertpapierdienstleistungsunternehmen Gefälligkeitsbescheinigungen ausgestellt werden.²⁵

2.3.1 Den Bieter beratende Unternehmen

Durch die Regelung ist ausweislich der insoweit eindeutigen Gesetzesbegründung allerdings nicht ausgeschlossen, dass es sich bei dem testierenden Unternehmen um ein solches handelt, das den Bieter bei der Vorbereitung und der Durchführung des Angebots berät.²⁶ Dies ist insofern sachgerecht, als das die Übernahme auf Seiten des Bieters begleitende Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut am ehesten in der Lage sein wird, dessen finanziellen Verhältnisse und damit die Finanzierbarkeit des Angebots zu beurteilen. Der gesetzgeberische Zweck, nämlich Gefälligkeitsbescheinigungen auszuschließen, wird hiermit freilich bis zu einem gewissen Grade relativiert. Dies gilt namentlich dann, wenn mit der die Transaktion

²³ Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl., 1999, § 2 Rdn. 78; Schäfer, in: Schäfer (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz Börsengesetz Verkaufsprospektgesetz, 1999, § 2 WpHG Rz. 47 ff.

²⁴ RegE WpÜG, Begründung, S. 106.

²⁵ Zschoke (Fußn. 1), 80.

²⁶ RegE WpÜG, Begründung, S. 106.

begleitenden Investmentbank ein „Erfolgshonorar“ vereinbart wird. Die Ausgestaltung der Haftung nach § 13 Abs. 2 WpÜG zu einem wirksamen Gegenmittel gegen schädliche Auswirkungen in derartigen Fällen kaum wegzuleugnender Interessenkonflikte obliegt der Rechtsprechung. In diesem Zusammenhang bedarf die gesetzliche Regelung einer sorgfältigen Evaluierung.

2.3.2 Verbundene Unternehmen

Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist unabhängig im Sinne des Gesetzes, wenn es keiner gesellschaftsrechtlichen Bindung zu dem Bieter unterliegt, auf Grund derer der Bieter Einfluss auf die zuständigen Organe des Wertpapierdienstleistungsunternehmen nehmen könnte.²⁷ Ausgeschlossen ist damit zunächst eine (abhängige) Tochtergesellschaft des Bieters. Gleiches muss vor dem Hintergrund der ratio des § 13 Abs. 1 WpÜG trotz fehlender Abhängigkeit im Sinne des § 17 AktG auch für eine Schwestergesellschaft gelten, um zu vermeiden, dass diese auf Grund des beherrschenden Einflusses einer gemeinsamen Konzernmutter veranlasst wird, für ein anderes Konzernunternehmen möglicherweise eine Gefälligkeitsbescheinigung auszustellen.²⁸ Wird aber das Interesse eines gemeinsamen Mutterunternehmens am Zustandekommen der Übernahme durch eine Tochtergesellschaft im vorliegenden Zusammenhang als schädlich angesehen, so muss ein Testat des Mutterunternehmens des Bieters erst recht ausgeschlossen sein.²⁹

2.3.3 Personelle Verflechtungen

Die Unabhängigkeit des testierenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist auch dann in Frage zu stellen, wenn ein Mitglied des über die Ausstellung des Testats entscheidenden Organs zugleich Mitglied des Kontrollorgans oder leitender Mitarbeiter des Bieterunternehmens oder der Zielgesellschaft ist. Um schädliche Auswirkungen in diesen Konstellationen bestehender Interessenkonflikte zu vermeiden, wäre zunächst an einen generellen Ausschluss des betreffenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens von der Testierung zu denken. Hierfür spricht das Gebot des Schutzes der Adressaten des Angebots

²⁷ *Süßmann*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, § 13 Rz. 27.

²⁸ So zutreffend *Süßmann* (Fußn. 27), Rz. 29.

²⁹ Missverständlich ist insofern die entsprechende Differenzierung bei *Süßmann* (Fußn. 27), Rz. 28 f. Danach soll ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das im Verhältnis zum Bieter Mutterunternehmen ist, geeignet sein, das Testat auszustellen, nicht hingegen ein Schwesterunternehmen. Letzteres könne bei Erteilung des Testats unter dem beherrschenden Einfluss des Mutterunternehmens stehen.

vor nicht marktkonformen, da auf einer Verquickung unterschiedlicher Interessen beruhenden, Übernahmen.³⁰ Indes wird sich eine generelle Pflicht zur Abstandnahme bei personellen Verflechtungen der gesetzlichen Regelung nicht entnehmen lassen, zumal der Gesetzgeber kein Rule 3.3 London City Code entsprechendes Verbot in § 13 WpÜG aufgenommen hat. Nach zutreffender Ansicht wird daher der betreffende Organwalter oder leitende Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens einem Mitwirkungs- oder Stimmverbot bei Entscheidungen über die Ausstellung des Testats unterliegen.³¹ Dies gilt etwa für ein Vorstandsmitglied des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, das zugleich Mitglied des Aufsichtsrats des Bieters oder der Zielgesellschaft ist. Zwar sind Zweifel, ob ein Stimmverbot die Ursachen von Interessenkonflikten beseitigt, berechtigt. Jedoch lassen sich – und darum geht es hier – deren schädliche Auswirkungen begrenzen. Dies schließt jedoch nicht aus, dass in einzelnen Fällen, in denen personelle Verflechtungen zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen einerseits und Bieter- oder Zielgesellschaft andererseits ein Maß annehmen, das eine unabhängige Entscheidungsfindung faktisch ausschließt, das Angebot gleichwohl untersagt. Zu verlangen ist in diesen und in allen übrigen Fällen die Offenlegung personeller Verflechtungen gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie gegenüber den Adressaten des Angebots.

2.4 Formale Anforderungen

Das schriftliche Testat ist als ergänzende Angabe gemäß § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG in die Angebotsunterlage aufzunehmen. Zusammen mit der Angebotsunterlage selbst ist es als diese „ergänzende Angabe“ gemäß § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einzureichen sowie gemäß § 14 Abs. 3 WpÜG im Internet sowie durch Bekanntgabe in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder durch kostenlose Ausgabe bei einer geeigneten Stelle im Inland zu veröffentlichen. Die in § 11 Abs. 2 Satz WpÜG genannten „ergänzenden Angaben“ sind zwingender Bestandteil der Angebotsunterlage (§ 11 Abs. 2 Satz 1 WpÜG), so dass auch das Testat der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 14 Abs. 1 WpÜG vorzulegen ist. Ein Verstoß gegen die Vorlagepflicht des § 14 Abs. 1 WpÜG führt zwingend zur Untersagung des Angebots durch die Bun-

³⁰ Für eine „kapitalmarktrechtliche Pflicht“, die Finanzierung von Übernahmen bei personellen Verflechtungen mit dem Bieter- oder Zielunternehmen zu unterlassen, wohl *Oechsler*, NZG 2002, 817, 824.

³¹ *Süßmann* (Fußn. 27), Rz. 30. Vgl. den allgemeinen Rechtsgedanken aus § 34 BGB sowie Gliederungspunkt III 4 b. der Corporate Governance-Grundsätze der *Grundsatzkommission Corporate Governance*, abgedr. in: AG 2000, 113 ff. Danach haben Aufsichtsratsmitglieder sich bei Bestehen entsprechender Interessenkonflikte der Stimme zu enthalten. Dazu im Zusammenhang mit der Finanzierung von Übernahmeangeboten *Oechsler* (Fußn. 30).

desanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (§ 15 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG), sofern nicht eine Fristverlängerung nach § 14 Abs. 1 Satz 2 WpÜG gewährt wird. Ein Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht stellt diese Rechtsfolge immerhin ins Ermessen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (§ 15 Abs. 2 WpÜG). Entsprechend dem Vorstehenden ist es zeitlich ausreichend, wenn die Bestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gleichzeitig mit der vollständigen Angebotsunterlage vorliegt.

Als zwingender Bestandteil der bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einzureichenden und zu veröffentlichenden Angebotsunterlage ist das schriftliche Testat in deutscher Sprache und in verständlicher Form abzufassen (§ 11 Abs. 1 Satz 4 WpÜG). Es bedarf der Unterzeichnung durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Es gilt § 126 BGB. Gemäß § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG müssen in der Bestätigung – mit Blick auf die Haftung nach § 13 Abs. 2 WpÜG – Firma, Sitz und Rechtsform des ausstellenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens angegeben werden.³²

2.5 Materieller Inhalt

Die materielle Aussage des Testats hat nicht darin zu bestehen, dass dem Bieter schon bei Veröffentlichung der Angebotsunterlage die notwendigen Mittel für die Erbringung der angebotenen Geldleistung zur Verfügung stehen. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG setzt dies erst für den Zeitpunkt der Fälligkeit der Gegenleistung voraus. Nur hierauf kann sich die Bestätigung beziehen. Dass der Bieter zum Zeitpunkt des Angebots alle Schritte unternommen haben muss, um die aus dem Angebot resultierenden Pflichten zum Zeitpunkt ihrer Fälligkeit erfüllen zu können, bedeutet nicht, dass er im Falle des Barangebots nach bereits bei Veröffentlichung der Angebotsunterlage oder gar bereits bei Entscheidung über die Abgabe eines Angebots über die Mittel zum Erwerb der Aktien der Zielgesellschaft verfügen muss.³³ Ausreichend ist nach § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG vielmehr, dass dem Bieter bei Fälligkeit der Gegenleistung die notwendigen Mittel zur Verfügung stehen.³⁴ Der Zeitpunkt der Fälligkeit der Leistung des Bieters ist der insofern allein maßgebliche.³⁵ Die für den materiellen Aussagegehalt des Testats geltenden Maßstäbe korrespondieren mit den in § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG aufgestellten

³² Dazu *Liebscher* (Fußn. 15), 863.

³³ So noch die entsprechende Regelung in § 15 des Diskussionsentwurfes des BMF vom 29.6.2000.

³⁴ RegE WpÜG, Begründung, S. 106.

³⁵ Gemäß § 14 Abs. 1 Satz 3 WpÜG kann die Frist zur Übermittlung der Angebotsunterlage an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht von vier Wochen um bis zu weitere vier Wochen verlängert werden, wenn dem Bieter die Einhaltung der Frist wegen erforderlicher Kapitalmaßnahmen nicht möglich ist.

Anforderungen. Der Wortlaut des Bestätigungsschreibens hat den Wortlaut des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG abzubilden. Etwaige Vorbehalte oder Einschränkungen sind vor dem Hintergrund des Regelungszwecks regelmäßig als Verweigerung des Testats zu verstehen.³⁶ Weitere Angaben, etwa zur Art der durch den Bieter getroffenen Maßnahmen zur Sicherstellung der Finanzierung, d. h. zur konkreten Herkunft der Mittel (etwa zu bestehenden Kreditlinien, zu den finanzierenden Banken, zu durchgeführten Kapitalmaßnahmen) verlangt das Gesetz nicht. Werden zusätzliche Angaben gemacht, sind sie unschädlich sofern sie die Verständlichkeit nicht beeinträchtigen und keine Einschränkungen oder Vorbehalte beinhalten.

2.5.1 „Sicherstellung“

Zu bestätigen ist den Adressaten des Angebots die „Sicherstellung“ des Vorhandenseins der zur Erfüllung des Angebots erforderlichen Mittel im maßgeblichen Zeitpunkt. Nach dem Sprachverständnis des Bürgerlichen Rechts verlangt der Begriff der „Sicherstellung“ die Leistung einer Sicherheit. Äußerungen im Rahmen der Vorarbeiten zum WpÜG gingen jedoch zutreffend davon aus, dass eine Sicherheitsleistung im technischen Sinne in § 13 Abs. 1 WpÜG gerade nicht gemeint ist. „Sicherstellung“ der Erfüllbarkeit des Angebots bedeutet nicht „Sicherheitsleistung“ im Sinne der §§ 232 ff. BGB etwa in Gestalt der Hinterlegung von Geld oder Wertpapieren, der Bestellung von Grundpfandrechten an Betriebsgrundstücken oder einer selbstschuldnerischen Bürgschaft (§§ 232 Abs. 2, 239 BGB). Vor dem Hintergrund, dass die mit einem Angebot angesprochenen Aktionäre es grundsätzlich selbst in der Hand haben, ob sie dieses annehmen oder nicht, ist ihr Sicherungsbedürfnis geringer zu veranschlagen als etwa das Sicherungsbedürfnis von Gläubigern der an einer Verschmelzung beteiligten Rechtsträger oder von außenstehenden Aktionären, die im Wege des sog. „Squeeze-Out“ gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden. Die vorliegende Regelungssituation ist insofern nicht vergleichbar mit derjenigen des § 22 UmwG oder des § 327 b Abs. 3 AktG.³⁷ Die von den letztgenannten Vorschriften Begünstigten haben im Unterschied zu den Adressaten eines Übernahmeangebots grundsätzlich keine Möglichkeit, die die Sicherungspflicht auslösende Maßnahme selbst zu verhindern. Vor diesem Hintergrund kann auch nicht etwa verlangt werden, dass die erforderlichen Mittel auf einem Sperrkonto vorgehalten werden.³⁸ Auch dieses wäre im Übrigen nicht gegen

³⁶ Siehe dazu *Busch*, AG 2002, 145, 147, und unten 2.6.

³⁷ § 327 b Abs. 3 AktG räumt den durch einseitigen Akt des Hauptaktionärs ausgeschlossenen Minderheitsaktionären einen zusätzlichen und unmittelbaren Anspruch aus einer Bankgarantie gegen ein Kreditinstitut ein, um die Durchsetzung des Anspruchs auf Barabfindung gegen den Hauptaktionär zu erleichtern.

³⁸ A.A. wohl *Süßmann* (Fußn. 27), Rz. 26.

Vollstreckungsmaßnahmen Dritter geschützt, sofern keine zusätzlichen Sicherungen, etwa in Gestalt erstrangiger Pfandrechte, hinsichtlich des Rückgriffsanspruchs gegen den Bieter eingeschaltet werden. Aus Sicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens mag die Sperrung der Mittel auf einem (bei diesem geführten) Konto zweckmäßig sein. Rechtlich zwingend ist sie indes nicht.

Die Absicherung der Adressaten eines Übernahmeangebots durch eine (unwiderrufliche) Bankbürgschaft oder Bankgarantie (auf erstes Anfordern) ist hinreichend aber nicht zwingend. Dass die Bestellung einer Bankgarantie zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft, die von dem Angebot Gebrauch machen, nach der gesetzgeberischen Intention nicht der Standard des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG sein kann, macht etwa der wörtliche Vergleich mit der gleichzeitig eingeführten Regelung des § 327 b Abs. 3 AktG deutlich. Hätte der Gesetzgeber eine Bankgarantie oder ähnliche Haftungszusage eines Kreditinstituts als Mindeststandard vorausgesetzt, so hätte er eine § 327 b Abs. 3 AktG vergleichbare Regelung getroffen.³⁹ Die in § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG für das Barangebot vorgeschriebene Bestätigung der „Sicherstellung“ der Erfüllung des Angebots durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist insofern nicht mit dessen bürgschafts- oder garantiegleichen Einstandspflicht gleichzusetzen. Die Haftungsvorschrift des § 13 Abs. 2 WpÜG wäre in diesem Fall entbehrlich. Es bestünde keine Möglichkeit der Exkulpation, die das Gesetz in § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 2 und 3 WpÜG jedoch vorsieht.

Dem Tatbestandsmerkmal der „Sicherstellung“ kommt nach Vorstehendem mithin keine eigenständige Bedeutung innerhalb des Tatbestandsaufbaus des § 13 WpÜG zu. Entscheidend ist allein die Frage der „notwendigen Maßnahmen“.

2.5.2 „Notwendige Maßnahmen“

Weder das Gesetz noch die Gesetzesbegründung enthalten Vorgaben oder Hinweise auf den konkreten Inhalt der „notwendigen Maßnahmen“, deren Vornahme durch den Bieter vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu bestätigen hat. Sie bestimmen sich in Abhängigkeit der gewählten Finanzierungsart. Konkrete Vorgaben

³⁹ Vgl. hierzu auch die amtliche Begründung zu § 9 öÜbG (Fußn. 5), S. 27, wonach der österreichische Gesetzgeber offensichtlich das Erfordernis einer Bankgarantie zum Zwecke der Absicherung der Finanzierung eines Übernahmeangebots erwogen, letztendlich aber davon Abstand genommen hat. Zu einer entsprechenden Regelung im französischen Recht siehe *Immenga*, SAG 1975, 89, 94.

verbieten sich hier schon im Hinblick auf Übernahmeangebote ausländischer Bieter. Aber auch die inländischen Bieter zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen sind keineswegs Gegenstand abschließender gesetzlicher Regelungen, so dass pauschale Aussagen nicht getroffen werden können. Allenfalls für Umtauschangebote nach § 31 Abs. 2 Satz 1 2. Alt. WpÜG könnten die gesetzlichen Regelungen über die Beschaffung der hierfür erforderlichen eigenen Aktien (§§ 182 ff. AktG) für den inländischen Bieter einen *numerus clausus* der „notwendigen Maßnahmen“ begründen.

2.5.2.1 Eigenfinanzierung

Müssen die zur vollständigen Erfüllung des Angebots erforderlichen (Bar-) Mittel im Wege der (Bar-) Kapitalerhöhung beschafft werden, so wird der Bieter seiner Verpflichtung aus § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG noch nicht notwendig bereits dann Genüge getan haben, wenn die Haupt- oder Gesellschafterversammlung des Bieterunternehmens der Kapitalerhöhung mit der erforderlichen Mehrheit zugestimmt hat, da im Voraus nicht abzusehen ist, ob die Kapitalerhöhung erfolgreich durchgeführt werden kann. Dass der Bieter den notwendigen Kapitalerhöhungsbeschluss vor Angebotsbeginn gefasst hat, ist aber die Minimalvoraussetzung. Ansonsten müsste die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Veröffentlichung der Angebotsunterlage wegen offensichtlichen Fehlens der Sicherstellung der Gegenleistung durch die Ausgabe neuer Aktien untersagen.⁴⁰ Der tatsächliche Zufluss der für die vollständige Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel kann aber auch dann noch etwa durch Beschlussmängel, die zur Anfechtung oder Nichtigkeit der Kapitalerhöhung führen, hinausgezögert oder vereitelt werden. Für die Gewährleistung der vollständigen Erfüllung des Angebots als solche wäre das tatsächliche Vorhandensein der erforderlichen Barmittel zur freien Verfügung der Verwaltung des Bieterunternehmens im maßgeblichen Zeitpunkt zu verlangen (§ 54 Abs. 3 AktG, § 57 Abs. 2 GmbHG). Dies wäre aber selbst dann nicht in jedem Fall sichergestellt, wenn auf das endgültige Wirksamwerden der Kapitalerhöhung abgestellt würde, d. h. bei der ordentlichen Kapitalerhöhung in der AG auf die Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister (§ 189 AktG). Auch hierdurch würde nicht notwendig gewährleistet, dass die erforderlichen Mittel im maßgeblichen Zeitpunkt im vollen Umfang zur freien Verfügung des Vorstands stehen, da gemäß §§ 188 Abs. 2, 36 Abs. 2, 36 a AktG nur die Mindesteinlage zu leisten ist. Diese beträgt bei Bareinlagen lediglich 25 % des geringsten Ausgabebetrages (§ 36 a Abs. 2 AktG). Eine

⁴⁰ *Süßmann* (Fußn. 27), Rz. 5.

vollständige Einlageleistung bereits vor oder bei Veröffentlichung der Angebotsunterlage verlangt § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG aber gerade nicht. Andererseits dürfte die bloße Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung dann hinreichen, wenn – etwa bei überschaubarem und solventem Gesellschafterkreis – nicht mit Opposition gegen die Kapitalerhöhung oder mangelnder Fähigkeit zur Einlageleistung zu rechnen ist. Bei Publikumsgesellschaften wird hingegen zusätzlich eine hinreichende Zeichnungsquote zu verlangen sein. Bei der bedingten Kapitalerhöhung in der AG wird regelmäßig die Abgabe der Bezugserklärungen durch die Berechtigten, nicht hingegen das endgültige Wirksamwerden der Kapitalerhöhung mit der Aktienaussgabe maßgeblich sein, während die genehmigte Kapitalerhöhung den Regeln der ordentlichen Kapitalerhöhung folgt.

Insgesamt verbietet sich eine pauschale Aussage im Sinne einer Fixierung der „notwendigen Maßnahmen“ an konkreten Eckpunkten oder Verfahrensschritten innerhalb des Ablaufplans einer Kapitalerhöhung. Diesen kann allenfalls eine indizielle Bedeutung im Rahmen des – allerdings justitiablen – Einschätzungsermessens des Bieters (oder des die Übernahme begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens) zukommen. Insofern stellt der Gesetzgeber mit dieser neuen Regelung hohe Anforderungen an das bietende Unternehmen bzw. das begleitende Wertpapierdienstleistungsunternehmen. In der Praxis wird das Problem dadurch entschärft, dass bei Publikumsaktiengesellschaften üblicherweise die neuen Aktien von einem Kreditinstitut oder Emissionskonsortium zu einem festen Betrag übernommen und sodann im Wege des mittelbaren Bezugsrechts von diesem den Aktionären zum Bezug angeboten werden. In diesem Fall ist der Mittelzufluss beim Bieter sichergestellt, so dass das Testat nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG ohne weiteres erteilt werden kann.

2.5.2.2 Fremdfinanzierung

Noch weniger als bei der Mittelbeschaffung im Wege der Kapitalerhöhung können allgemeingültige Aussagen darüber, wann der Bieter die „notwendigen Maßnahmen“ im Sinne des § 13 Abs. 1 WpÜG getroffen hat, bei der Fremdfinanzierung des Übernahmeangebots gemacht werden. Zum einen sind die vielfältigsten Vertragsgestaltungen und Finanzierungsbedingungen denkbar.⁴¹ Zum anderen ist im Einzelfall nicht nur die jeweilige Vertragslage selbst maßgeblich, sondern möglicherweise auch sonstige externe Faktoren, die dazu führen können, dass ein zugesagter Kredit alsbald notleidend und u. U. noch vor

⁴¹ Siehe hierzu *Baums/Vogel*, in: Lutter/Scheffler/Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung*, 1998, § 9 Rz. 9.25 ff.

vollständiger Erfüllung des Angebots gekündigt wird oder dass die beteiligten Banken noch vor Valutierung einer Anleihe vom Übernahmevertrag zurücktreten. Dementsprechend müssen, generell gesprochen, zwei Voraussetzungen gegeben sein: Der jeweilige Finanzierungsvertrag muss abgeschlossen sein und es darf kein Anlass zu Befürchtungen bestehen, dass vor vollständiger Erfüllung des Angebots eine Kündigung der Finanzierung nach Maßgabe der jeweiligen Finanzierungsbedingungen erfolgt. Das testierende Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat insofern auch externe Faktoren in seine Prüfung einzubeziehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Finanzierungsbedingungen hierzu konkreten Anlass bieten, etwa entsprechende Kündigungsregelungen oder *cross default clauses* enthalten.

2.5.2.2.1 Darlehen

Wird das Übernahmeangebot kreditfinanziert, muss der Krediteröffnungsvertrag gewährleisten, dass, die zugesagte Kreditlinie im maßgeblichen Zeitpunkt, d. h. bei Fälligkeit des Anspruches auf die Gegenleistung, zur freien Verfügung des Bieters steht. Daneben muss, etwa durch Vereinbarung eines Darlehens mit fester Laufzeit, die ordentliche Kündigung durch den Kreditgeber ausgeschlossen werden (§ 488 Abs. 3 BGB). Nicht ausgeschlossen werden kann hingegen nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen, nunmehr geregelt in § 314 BGB, die außerordentliche Kündigung des Kredits.⁴² Insofern verbleibt ein Unsicherheitsfaktor, der allerdings angesichts der Sicherung der Adressaten des Angebots durch die Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens hinnehmbar ist.

2.5.2.2.2 Anleihe

Wird zur Finanzierung des Übernahmeangebots eine Anleihe begeben, so muss gewährleistet sein, dass diese so bei einem Kreditinstitut oder dem Emissionskonsortium platziert werden kann, dass der zur vollständigen Erfüllung des Angebots erforderliche Geldbetrag im maßgeblichen Zeitpunkt zur Disposition des Bieters steht. Dies bedeutet, dass ein entsprechender Vertrag mit dem Emissionskonsortium über die Übernahme der Emission zum Festpreis abgeschlossen oder zumindest das entsprechende Angebotsschreiben dem Bieter zugegangen ist.⁴³

⁴² *Sißmann* (Fußn. 27), Rz. 17 f., folgert daraus, dass auf der Grundlage eines Darlehensvertrages eine Finanzierungsbestätigung nicht ausgestellt werden kann und schlägt als Alternative eine unwiderrufliche Zahlungsgarantie des das Testat ausstellenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens vor.

⁴³ Einzelheiten bei *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., 2000, Rz. 9.131 ff.

Des Weiteren darf (aus der Sicht ex ante) kein Anlass zu der Befürchtung bestehen, dass das Emissionskonsortium vor vollständiger Erfüllung des Angebots vom Übernahmevertrag zurücktreten oder der Anleihetreuhänder diese nach Maßgabe der Anleihebedingungen kündigen wird.

2.6 Finanzierungsvorbehalte

Ein unbeschränkter Finanzierungsvorbehalt im Übernahmeangebot selbst würde das mit § 13 WpÜG verfolgte Regelungsziel unzulässig konterkarieren.⁴⁴ Entsprechendes gilt dann für die Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Dort enthaltene Vorbehalte sind nur dann nicht als Verweigerung des Testats anzusehen, wenn sie zugleich zulässige Bedingungen im Sinne von § 18 Abs. WpÜG darstellen. Die Finanzierungsbestätigung darf allenfalls von solchen Bedingungen abhängig gemacht werden, deren Eintritt der Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder Berater, d. h. insbesondere das testierende Wertpapierdienstleistungsunternehmen, nicht ausschließlich selbst herbeiführen können.⁴⁵ Zulässig sind damit, wie in der eigentlichen Angebotsunterlage selbst⁴⁶, sog. *Force-Majeure*-Klauseln, die die Sicherung eines Vertragspartners gegen den Eintritt von außerhalb seiner vertraglichen Risikosphäre liegenden Umständen bezwecken.⁴⁷ Als zulässige Bedingung ist daneben das Ausbleiben von Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft denkbar, die zu einer Verteuerung des Angebots führen würden. Der gleiche Effekt lässt sich allerdings auch dadurch erzielen, dass das testierende Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Abstimmung mit dem Bieter die Aufnahme einer entsprechenden Klausel in die Angebotsunterlage selbst bewirkt.

IV. Haftung nach § 13 Abs. 2 WpÜG

Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission⁴⁸ kannte eine Mitverantwortung des die Transaktion auf Bieterseite begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens mangels direkter vertraglicher Beziehungen nur bei ausnahmsweisem Vorliegen der Voraussetzungen des Vertrages mit Schutzwirkung für Dritte oder nach den Grundsätzen der von der Rechtsprechung zur culpa in contrahendo entwickelten Haftung von Vertretern oder Sach-

⁴⁴ Busch (Fußn. 36).

⁴⁵ Siehe im Einzelnen Riehmer, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen (Hrsg.) (Fußn. 6), § 18 Rz. 12 ff.

⁴⁶ Dazu Busch (Fußn. 36), 150 f.

⁴⁷ Vgl. § 313 BGB – Störung der Vertragsgrundlage.

⁴⁸ Abgedr. in letzter Fassung in: AG 1998, 133 ff.

waltern.⁴⁹ Lediglich mit dem Bieter selbst besteht ein (Geschäftsbesorgungs-) Vertrag. Diesen unbefriedigenden Rechtszustand hat der Gesetzgeber nunmehr hinsichtlich der Finanzierungsbestätigung beendet, indem er den Adressaten des Angebots in § 13 Abs. 2 WpÜG einen eigenen und gemäß § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 5 WpÜG nicht abdingbaren gesetzlichen Schadensersatzanspruch gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zuerkannt hat. Allerdings ist es zulässig, im Innenverhältnis mit dem Bieter eine Haftungsfreistellung zu vereinbaren.⁵⁰ Ein eigenständiger (Auskunfts-) Vertrag wird durch das Bestätigungsschreiben nicht begründet, so dass es sich vorliegend um einen gesetzlich geregelten Fall des Vertrages mit Schutzwirkung handelt.

§ 13 Abs. 2 WpÜG erweitert im Interesse der betroffenen Wertpapierinhaber den Kreis der für die Angebotsunterlage und die zusätzlichen Angaben Haftenden. Hierin liegt die eigentliche Bedeutung des Bestätigungsschreibens nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG. Nach § 13 Abs. 2 WpÜG steht demjenigen, der das Angebot angenommen hat, im Falle der Nichterfüllung der dem Bieter obliegenden Verpflichtung zur Geldleistung (auch) gegen das testierende Wertpapierdienstleistungsunternehmen ein Schadensersatzanspruch zu. Dieser steht neben einem möglichen Anspruch aus § 12 Abs. 1 WpÜG wegen einer fehlerhaften Angebotsunterlage gegen die für die Unterlage Verantwortlichen. Nach § 13 Abs. 3 WpÜG finden auf den Anspruch die für unrichtige Angaben in der Angebotsunterlage geltenden Regeln (§ 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG) entsprechende Anwendung. An die Stelle der in § 12 WpÜG erwähnten Angebotsunterlage tritt dabei die Finanzierungsbestätigung nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG.⁵¹

Die in § 13 Abs. 2 WpÜG angeordnete Verschuldenshaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist aus Sicht der Adressaten des Angebots ein „Weniger“ im Vergleich zu einer Bürgschafts- oder Garantiehafung. Zum einen besteht die Möglichkeit der Exkulpation nach § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 2 und 3 WpÜG. Zum anderen unterliegen der Erfüllungsanspruch und der (subsidiäre) Schadensersatzanspruch gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen einer unterschiedlichen Verjährung (§ 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 4 WpÜG).

⁴⁹ Vgl. dazu *Groß*, DB 1996, 1909, 1913 f.

⁵⁰ *Hamann* (Fußn. 2), 2254.

⁵¹ Zur Berechnung des Schadensersatzes sowie zum zeitlichen Auseinanderfallen der Abgabe der Bestätigung siehe *Thaeter/Barth*, NZG 2001, 545, 547 f.

1. Haftungsvoraussetzungen

Das Angebot muss als Gegenleistung die Zahlung einer Geldleistung vorsehen und die Finanzierbarkeit muss von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen bestätigt worden sein. Besteht das Angebot in einer Sachleistung (Aktientausch), so fehlt es an einer Bestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens als Anknüpfungspunkt einer Haftung. Bei einem etwaigen Fehlverhalten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens im Zusammenhang mit einem Tauschangebot sind die Aktionäre der Zielgesellschaft weiterhin auf die allgemeinen Rechtsbehelfe angewiesen.

Haftungsauslösender Tatbestand ist unmittelbar nicht eine Pflichtverletzung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens selbst, sondern des Bieters. Voraussetzung ist, dass der Bieter die nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG „notwendigen Maßnahmen“ nicht getroffen hat. Hierdurch („aus diesem Grunde“) dürfen dem Bieter die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung nicht zur Verfügung stehen. Voraussetzung ist ein kausaler Zusammenhang zwischen Pflichtverletzung und Unvermögen des Bieters. Kein Kausalitätserfordernis besteht hingegen auf der Ebene des Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Für dieses läuft die Haftung aus § 13 Abs. 2 WpÜG zunächst auf eine reine Erfolgshaftung hinaus. So kann es sich nicht darauf berufen, dass die „notwendigen Maßnahmen“ bei Testatserteilung getroffen waren und das Ausbleiben der Mittel im Zeitpunkt der Fälligkeit der Gegenleistung auf bei Testierung nicht absehbaren sonstigen Ereignissen beruhe. Dies liefere dem gesetzgeberischen Zweck der Finanzierungsbestätigung zuwider. Diese soll gerade sicherstellen, dass der Bieter im Zeitpunkt der Fälligkeit über die zur vollständigen Erfüllung des Angebots erforderlichen Mittel verfügt. Es besteht allerdings die Möglichkeit der Exkulpation nach § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 2 WpÜG.⁵² Dem Adressaten des Angebots, der dieses angenommen hat, muss schließlich ein Vermögensschaden in Gestalt des ganzen oder teilweisen Ausfalls mit seiner Kaufpreisforderung gegen den Bieter oder eines Verzugsschadens entstanden sein.

2. Inhalt der Haftung

Bei Vorliegen der Anspruchsvoraussetzungen hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen demjenigen, der das Angebot angenommen hat, den diesem aus der nicht vollständigen Er-

⁵² Dazu unten 3.

füllung entstandenen zu Schaden ersetzen. Der geschädigte Aktionär der Zielgesellschaft ist so zu stellen, als hätte der Bieter ordnungsgemäß erfüllt.⁵³ Die Haftung geht auf das positive Interesse. Bei Scheitern des Übernahmeangebots an unzureichender Finanzierung ist der Unterschiedsbetrag zwischen dem Angebotspreis und dem Börsenkurs nach Feststehen des Scheiterns zu erstatten. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann die zum Verkauf angemeldeten Aktien auch anstelle des Bieters erwerben, um einen drohenden Kurssturz und damit eine Erhöhung des Schadensersatzanspruchs vermeiden, was im wirtschaftlichen Ergebnis auf eine Put-Option des testierenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens hinausläuft.⁵⁴ Parallel hierzu kann eine Haftung des nach § 12 Abs. 1 WpÜG für die Fehlerhaftigkeit oder Unvollständigkeit Verantwortlichen auch bei unrichtigen oder unvollständigen Angaben hinsichtlich der Finanzierung des Angebots in Betracht kommen. In diesem Fall haften der nach § 12 Abs. 1 WpÜG Verantwortliche und das (fehlerhaft testierende) Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Gesamtschuldner.

3. Haftungsausschluss

Die – erst nachträglich in den Regierungsentwurf aufgenommene – Verweisung auf § 12 Abs. 2 WpÜG stellt klar, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht in Anspruch genommen werden kann, wenn es die Unrichtigkeit des Bestätigungsschreibens nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht. Die Beweislast hierfür liegt allerdings beim Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Anspruchsgegner (Beweislastumkehr).⁵⁵ § 13 Abs. 3 WpÜG verweist des weiteren auf die Exkulpationsmöglichkeiten des § 12 Abs. 3 WpÜG. Danach besteht ein Anspruch vor allem dann nicht, wenn die Annahme des Angebots nicht auf Grund des Bestätigungsschreibens erfolgte (§ 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG). Die Beweislast für das Fehlen der Kausalität zwischen der Veröffentlichung des Testats als Bestandteil der Angebotsunterlage obliegt ebenfalls dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Nach § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG besteht auch kein Anspruch, wenn der das Angebot Annehmende die Unrichtigkeit des Testats positiv kannte. Grob fahrlässige Unkenntnis schadet nicht. Eine Berichtigung nach § 15 Abs. 3 WpHG oder eine vergleichbare Bekanntmachung vor Annahme des Angebots beseitigt auch

⁵³ RegE WpÜG, Begründung, S. 107.

⁵⁴ *Süßmann* (Fußn. 27), Rz. 34.

⁵⁵ Die Begründung zu § 12 WpÜG, verweist hier auf entsprechende Regelungen in §§ 46 Abs. 1 BörsenG, 20 Abs. 3 Satz 1 KAGG und 12 Abs. 3 Satz 1 AuslandsinvestmentG, RegE WpÜG, Begründung, S. 103.

die Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens (§ 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG).

V. Zusammenfassung

Für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute eröffnet das WpÜG mit dem Erfordernis eines entsprechenden Testats zwar ein, wenn auch begrenztes, neues Geschäftsfeld. Andererseits geht mit der neuen Regelung ein gewisses Haftungsrisiko einher. Die Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für die Richtigkeit der von ihm ausgestellten Finanzierungsbestätigung geht über diejenige für die Richtigkeit der Angebotsunterlage selbst hinaus. Das Testat nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG reicht in Funktion und Bedeutung weiter als etwa die aus der US-amerikanischen Praxis bekannten *high confident letters*. Mit diesen versichern Investmentbanken den Adressaten des Angebots nach Art einer weichen Patronatserklärung lediglich, dass sie „größtes Vertrauen“ in die Finanzierbarkeit der Transaktion haben.⁵⁶ Entsprechende Vorgaben des europäischen Rechts bestehen nicht und sind für die nähere Zukunft nicht zu erwarten, so dass der deutsche Gesetzgeber mit der neuen Regelung in § 13 WpÜG vorausgeeilt ist. Im Schrifttum ist verschiedentlich bereits die Vermutung geäußert worden, dass wegen der den Bietern von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die Ausstellung einer Finanzierungsbestätigung abzuverlangenden Prämien oder Sicherheiten künftig ein Bedeutungsrückgang des Barangebots zu Gunsten des Tauschangebots zu erwarten sein werde.⁵⁷ Eine erste Analyse der neuen Regelung zeigt jedoch, dass an die Finanzierungsbestätigung keine überzogenen oder unerfüllbaren Anforderungen gestellt werden (dürfen) und sich das Haftungsrisiko des Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei sorgfältiger Prüfung der finanziellen Verhältnisse des Bieters überschaubar halten lässt. Zumindest wäre dies auch im Interesse der Adressaten von Übernahmeangeboten wünschenswert. Denn andernfalls würden diese künftig nur noch in den Genuss von Umtauschangeboten kommen, bei denen ein entsprechender Schutzmechanismus gerade nicht besteht.

⁵⁶ Solomon/Schwartz/Bauman/Weiss (Fußn. 9).

⁵⁷ Land, DB 2001, 1707, 1710; Thaeter/Barth (Fußn. 51), 548.

Arbeitspapiere**(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)**(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- | | | |
|----|----------------------------------|--|
| 1 | Theodor Baums | Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993,
S. 151 ff.) |
| 2 | Theodor Baums | Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.) |
| 3 | Theodor Baums | Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German
Perspective.
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992
S. 249 ff.) |
| 4 | Theodor Baums | Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen
aus deutscher Sicht |
| 5 | Theodor Baums | The German Banking System and its Impact on Corporate Finance
and Corporate Governance
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.],
The Japanese Main Bank System, Oxford 1994, S. 409 ff.) |
| 6 | Theodor Baums | Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs.
Continental AG |
| 7 | Theodor Baums/
Michael Gruson | The German Banking System - System of the Future?
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993]) |
| 8 | Philipp v. Randow | Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.) |
| 9 | Theodor Baums | Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.) |
| 10 | Markus König | Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.
Eine empirische Untersuchung |
| 11 | Theodor Baums | Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and
Policy Issues |
| 12 | Christian Fraune | Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.) |

- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages - (Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs") (publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments (publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe (publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach (publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften (publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten (publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen (publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG (publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)

- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995
S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design:
Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996,
S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende
Betrachtung
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für
Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996
S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und
kapitalmarktrechtliche Studie -
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie
Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem
deutschen Markt
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7
[1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and
Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -

- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German
Perspective
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen
und aktuelle Reformfragen
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff
[1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market
Value of the Firm
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für
den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift
Die Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer
mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler
Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung
des Finanzplatzes Deutschland
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen
Bundestages
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht

- 51 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligaverene und Börse
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:
A Comparative Study
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance -
The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998,
S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme
für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein
Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von
Schuldverschreibungen -
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des
"kalten Delisting"
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -

- 64 Malte Schindhelm/Ingo Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen,
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden Lebensversicherungen“
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)

- 76 Theodor Baums/
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler -
Chrysler
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre
Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000
S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und
deutsches Aktienrecht
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets
and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum,
2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation
(publ. unter dem Titel „Reform des Rechts zur Verhinderung
der Börsenkursmanipulation
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel/
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance
– Summary of Recommendations –

- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
- 90 Theodor Baums/
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG
- 91 Stefan Berg/
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum
Deutschen Corporate Governance Kodex
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding
Companies
- 93 Theodor Baums/
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The
Proposed EU Directive on Supplementary Supervision of Financial
Conglomerates
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG