

## Verfahren, Pflichten und Haftung, insbesondere der Banken bei Übernahmeangeboten

Thomas M. J. Möllers

### Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2002. "Verfahren, Pflichten und Haftung, insbesondere der Banken bei Übernahmeangeboten." *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht: ZGR* 31 (4-5): 664–96.

### Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under these conditions:

#### Deutsches Urheberrecht

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publiz/>



# Verfahren, Pflichten und Haftung, insbesondere der Banken, bei Übernahmeangeboten

von

Professor Dr. THOMAS M. J. MÖLLERS, Augsburg

ZGR 2002, 664-696

## Inhaltsübersicht

I. Einleitung	664
II. Die Rolle des Bieters	668
1. Transparenz als allgemeiner Grundsatz des WpÜG	668
2. Auslegungsfragen und ungeklärte Probleme im Rahmen einer Haftung wegen einer fehlerhaften Angebotsunterlage	671
III. Die Rolle von sachverständigen Dritten im Verfahren	685
1. Alternativen zur jetzigen Rechtslage: gesetzlich zwingend vorgegebene Beratung und Prüfung durch sachverständige Dritte	685
2. Prospektverantwortlichkeit oder Prüfberichte Dritter de lege ferenda	691
3. Die Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für Barangebote	693
IV. Thesen	694

## I. Einleitung

Im anglo-amerikanischen Rechtskreis sind Unternehmensübernahmen seit jeher ein bekanntes Phänomen.<sup>1</sup> Aber auch in Deutschland haben Unternehmensübernahmen gerade in den letzten Jahren deutlich zugenommen: In Erinnerung sind nicht nur die feindlichen Übernahmen von Mannesmann Finance B.V. durch Vodafone AirTouch Plc und von FAG Kugelfischer Georg Schäfer AG durch die INA-Holding Schaeffler KG geblieben, sondern auch der in der ersten Runde gescheiterte Übernahmeversuch von Thyssen durch Krupp.<sup>2</sup>

1 ROMANO, 9 Yale J. on Reg. 119 ff (1992); DERS., in: Hopt/Wymeersch, European Takeovers – Law and Practice, 1992, S. 3 ff und Fn. 12.

2 Für einen Überblick der Übernahmen des Jahres 2001 siehe FAZ vom 28. Dezember 2001, S. 18. Ein Überblick über die Übernahmeangebote der letzten Jahre findet sich auf der Webseite der Übernahmekommission unter <http://www.kodex.de> sowie des Bad Homburger Kreises unter <http://www.bad-homburger-kreis.de>; zwischen 1981 und 1988 bei PELTZER, ZIP 1989, 69, 76 f.

Mit einem freiwilligen Übernahmekodex<sup>3</sup> hat man in Deutschland versucht, die einschlägigen Probleme in den Griff zu bekommen, allerdings nur mit bescheidenem Erfolg.<sup>4</sup> Nachdem man sich auf europäischer Ebene über eine gemeinsame Richtlinie noch nicht geeinigt hatte<sup>5</sup>, wollte man in Deutschland nicht länger warten und hat nach einem Diskussions-<sup>6</sup>, Referenten-<sup>7</sup> und Gesetzesentwurf<sup>8</sup> zum 1. Januar 2002 das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>9</sup> nebst einschlägigen Verordnungen<sup>10</sup> erlassen. Vorher gab es schon Regelungen in zahlreichen anderen Staaten<sup>11</sup>: Zu nennen sind vor allem der britische City Code on Takeovers and Mergers<sup>12</sup>, das öster-

3 Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, geändert mit Wirkung ab 1. Januar 1998, abgedruckt beispielsweise bei BAUMBACH/HOPT, Komm. z. HGB, 30. Aufl., 2000, (18) sowie im Internet unter <http://www.kodex.de>.

4 BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 3), (18) Rdn. 4; kritisch auch Begr. RegE Allgemeiner Teil, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.

5 Ein Einigungsversuch scheiterte, nachdem das Europäische Parlament den geänderten Gemeinsamen Standpunkt einer Übernahme-Richtlinie vom 19. Juni 2000, ABl. Nr. C 23, 1 = AG 2000, 296 ff am 4. Juli 2001 ablehnte. Siehe auch den Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote vom 7. Februar 1996, ABl. Nr. C 162, 5 sowie vom 14. Dezember 1997, ABl. Nr. C 378, 10. Hierzu MERKT, ZHR 165 (2001), 224 ff.

6 Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums (DiskE) vom 29. Juni 2000 nebst Begründung. Siehe PÖTZSCH/MÖLLER, WM Sonderbeilage 2/2000; LAND/HASSELBACH, DB 2000, 1747 ff; KRAUSE, NZG 2000, 905 ff; HOPT, FS Koppensteiner, 2001, S. 61 ff.

7 Referentenentwurf des Bundesfinanzministeriums (RE) vom 12. März 2001 nebst Begründung. Hierzu LAND, DB 2000, 1707 ff; LIEBSCHER, ZIP 2001, 853 ff; ZINSER, NZG 2001, 391 ff.

8 Gesetzesentwurf der Bundesregierung vom 12. Juli 2001 nebst Begründung = RegE BT-Drucks. 14/7034. Alle Entwürfe fanden sich ursprünglich unter <http://www.bundesfinanzministerium.de> und sind abrufbar jetzt noch unter <http://www.thomas-moellers.de>.

9 Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WpÜG) vom 20. Dezember 2001, BGBl. I/2001, S. 3822. Zu den Änderungen nach Einbringung des Gesetzesentwurfs siehe BR-Drucks. 895/01.

10 Die WpÜG-Angebotsverordnung (WpÜG-AngV), die WpÜG-Beiratsverordnung, die WpÜG-Widerspruchsausschussverordnung und die WpÜG-Gebührenverordnung vom 27. Dezember 2001, BGBl. I/2001, S. 4259 ff.

11 Wie in Frankreich, Belgien, Spanien, Portugal, Italien und Irland, siehe HOPT/WYMEERSCH, European Takeovers – Law and Practice, 1992; BECKMANN, Übernahmeangebote in Europa, 1995; DORALT/NOWOTNY/SCHAUER, Takeover-Recht, 1997.

12 In der Fassung vom 12. März 2001; siehe <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>; BUTTON/BOLTON, A practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, 2000/2001; WEINBERG/BLANK/RABINOWITZ, Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers, 5<sup>th</sup> ed., 1989 (Loseblatt, Stand: 1995); ZINSER, Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deutschen Recht, 2000. Eine frühere Fassung findet sich bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht – Takeover Law, 1996.

reichische Übernahmegesetz (ÜbG)<sup>13</sup> und das schweizerische Gesetz über die Börsen und Effektenhandel (BEHG)<sup>14</sup>.

In den vergangenen Jahren stand vor allem die so genannte Neutralitätspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft im Vordergrund der Diskussion.<sup>15</sup> In den Hintergrund gerückt ist dabei die Tatsache, dass das eigentliche Übernahmeverfahren auch eine Reihe von Tücken enthält.

Das mag ein Beispiel verdeutlichen: Im Frühjahr 2000 machte die Sparta Beteiligungen AG ein Übernahmeangebot, um maximal 47 % der Deutschen Balaton AG zu erwerben. Beide Unternehmen notieren im amtlichen Handel. In den Angebotsunterlagen wurden unter anderem folgende Gründe für die Übernahme genannt:

„SPARTA geht auf Grund einer eingehenden Unternehmensanalyse davon aus, dass das vorhandene *Ertragspotential* durch eine maßgebliche Beteiligung der SPARTA *deutlich erhöht* werden kann.

Neben ausgewiesener Kompetenz verfügt die SPARTA über ein *umfangreiches Netzwerk* im Kapitalmarkt, was sich unter anderem in dem hochkarätigen Gesellschafterkreis der SPARTA-Beteiligungen manifestiert. Auf dieser Grundlage ist es gelungen, *Vorsteuer-Eigenkapitalrenditen von jeweils rund 75 %* zu erzielen. Zeitgleich wurden *substantielle stille Reserven* in dem vorhandenen Beteiligungsportfolio aufgebaut.

Unter den Voraussetzungen eines erfolgreichen Abschlusses des vorgeschlagenen Aktien-tausches geht die SPARTA davon aus, dass das *Synergiepotential* aus der Zusammenführung wesentlicher Geschäftsaktivitäten der beiden Gesellschaften in der Addition zu einer *signifikanten Ergebnissteigerung pro Aktie* führen wird.

SPARTA kann, bedingt durch das der SPARTA zur Verfügung stehende genehmigte Kapital von Euro 5 400 000, *vorerst* nur 47 % der Balaton-Aktien übernehmen. Damit würde SPARTA, zusammen mit den bereits an Balaton gehaltenen Aktien, mit Abstand größter Einzelaktionär der Balaton werden.“<sup>16</sup>

In der Folgezeit hat Sparta keine Kapitalerhöhung durchgeführt; Sparta erlangte nie die Kontrolle über Balaton. Vielmehr wurde in einem Partnerschaftsvertrag im Herbst 2000

13 BGBl. I/1998, S. 127; hierzu <http://www.takeover.at>; HAUSMANINGER/HERBST, Kurzkomm. z. Übernahmegesetz, 1999; SCHÄRF, ÜbG – Übernahmegesetz, 2001; HUBER, Übernahmegesetz, 1999; KALSS, NZG 1999, 421 ff; ZWISSLER, AG 1999, 411 ff; KAROLUS/GEIST, NZG 2000, 1145 ff.

14 Vom 24. März 1995, Bbl. 1995 II 419, abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, aaO (Fn. 12) sowie Übernahmeverordnung der Schweizer Übernahmekommission (UEV-UEK) vom 21. Juli 1997, AS 1997 2061, siehe <http://www.takeover.ch>; siehe NOBEL, WM 1996, 100 ff; TUCZKA, in: Doralt/Nowotny/Schauer, Takeover-Recht, 1997, S. 125 ff.

15 Aus der jüngeren Literatur siehe z. B. HOPT, FS Lutter, 2000, S. 1361 ff; KORT, FS Lutter, 2000, S. 1421 ff; SCHANZ, NZG 2000, 337 ff; THÜMMEL, DB 2000, 461 ff; WINTER/HARBARTH, ZIP 2002, 1 ff.

16 Das Angebot von SPARTA ist abgedruckt unter ÜBERNAHMEKOMMISSION, aaO (Fn. 2), Übernahmeangebote, Bd. 5.1., 1. Halbjahr 2000, T. 80. Kursivsetzung durch den Autor.

die Eigenständigkeit von Balaton festgeschrieben<sup>17</sup>. Auf der Web-Seite von Sparta wurde damit geworben, dass durch die Übernahme ein Verbund von Aktiengesellschaften entstehen soll, der in einer Wertschöpfungskette junge Unternehmen bis zu einem Börsengang begleite. Dieses Konzept wurde in der Folgezeit nicht einmal im Ansatz verwirklicht und ist inzwischen gescheitert. Sparta hat die Beteiligung an der Deutschen Balaton AG wieder veräußert und dies in einer Ad-hoc-Mitteilung vom 21. Dezember 2001 unter anderem wie folgt begründet:

„Zum einen ist den ursprünglichen Motiven, der Schaffung einer Wertschöpfungskette in der New Economy durch die Verbindung der börsennotierten Venture-Capital-Gesellschaften THE.internet.z AG und pre-IPO AG mit dem börsennotierten damaligen Internetemissionshaus net.IPO AG, durch den nachhaltigen Niedergang der New Economy die Grundlage entzogen worden.

Zum anderen ist die Rückführung der im Sommer 2000 als Zwischenfinanzierung der geplanten Kapitalerhöhung eingegangen (sic!) Bankkredite, die auf Grund der sich verschlechternden Eigenkapitalquote und der enormen Zinsbelastung von rund 2,2 Mio. EURO in 2001 zunehmend dringlicher wurde, vor dem Hintergrund der Kostenminimierung äußerst sinnvoll.“<sup>18</sup>

Nach der Übernahme entwickelte sich der Kurs der Sparta-Aktie deutlich schlechter als der von Balaton. Aktionäre, die in Sparta-Aktien getauscht hatten, haben im Vergleich zu Aktionären von Balaton 77 % ihres Vermögens verloren.<sup>19</sup>

Im Rahmen des Übernahmeverfahrens möchte ich zuerst auf die Pflichten des Bieters und die Angebotsunterlage eingehen.<sup>20</sup> Das Übernahmeverfahren Sparta/Balaton soll dabei beispielhaft herangezogen werden, um zu prüfen, welche Anforderungen das WpÜG im einzelnen an eine Angebotsunterlage stellt. Das wirft naturgemäß auch die Frage nach dem neuen Haftungstatbestand des § 12 WpÜG auf. In einem zweiten Teil ist dann die Rolle von sachverständigen Beratern, in der Regel von Banken, zu erörtern.<sup>21</sup> Weil noch einschlägige Erfahrungen mit dem neuen Gesetz fehlen, soll aus rechtsvergleichender Perspektive auch über gesetzgeberische Alternativen nachgedacht werden.

17 Auf den Partnerschaftsvertrag wird Bezug genommen auf der Webseite von Balaton unter <http://www.dbbb.de>.

18 Abrufbar und <http://www.vvd.de> oder <http://www.sparta.de>.

19 Das Tauschverhältnis betrug 15 Balaton Aktien zu 10 Sparta-Aktien. Der Kurs von Balaton betrug am 31. Dezember 2001 € 2,50, der von Sparta am 31. Dezember 2001 € 0,86.

20 Unter II.

21 Unter III. Eine ausführliche Kommentierung der §§ 12, 13 WpÜG findet sich bei MÖLLERS, Kölner Komm. z. WpÜG, 2002.

## II. Die Rolle des Bieters

### 1. Transparenz als allgemeiner Grundsatz des WpÜG

#### a) Einzelne Informationspflichten im WpÜG

In dem neu geschaffenen WpÜG findet sich eine Reihe von Informationspflichten: So ist die Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes unverzüglich zu veröffentlichen (§ 10 WpÜG), eine Angebotsunterlage ist zu erstellen (§ 11 WpÜG nebst WpÜG-AngV), und während des Verfahrens hat der Bieter regelmäßig über seine Beteiligungen an der Zielgesellschaft zu berichten (§ 23 WpÜG). Daneben sind die Arbeitnehmer zu informieren (§ 27 Abs. 3 WpÜG); Vorstand, Aufsichtsrat und gegebenenfalls der Betriebsrat haben die Pflicht, das Angebot zu kommentieren (§ 27 Abs. 1, 2 WpÜG).<sup>22</sup>

#### b) Rechtsnatur und Bedeutung des Transparenzgebotes

Diese Informationspflichten schaffen Transparenz für die Beteiligten. Nach dem Willen des Gesetzgebers soll die Angebotsunterlage die von dem Angebot Betroffenen, die Öffentlichkeit und die Aufsichtsbehörde über die Ziele des Bieters informieren.<sup>23</sup> Vor allem sollen die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft über „ausreichend Informationen verfügen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot *entscheiden* zu können“. Dieses „Entscheidungsrecht“, das herkömmlich als Transparenzgebot bezeichnet wird, hat der Gesetzgeber für so wichtig erachtet, dass er es, wie in dem Entwurf einer Übernahme-Richtlinie<sup>24</sup> und dem Recht anderer Staaten<sup>25</sup>, als *allgemeinen Grundsatz* an den Anfang des Gesetzes gestellt hat (§ 3 Abs. 2 WpÜG).

Dies ist auch nachvollziehbar: Wertungen von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft und Empfehlungen von Analysten sind für den Entscheidungsprozess des Anlegers wichtig. Sie sind aber, was die Fakten und Daten

22 Siehe hierzu Art. 6 des Gemeinsamen Standpunktes, aaO (Fn. 5); Begr. RegE Allgemeiner Teil, BT-Drucks. 14/7034, S. 29. Im Weiteren sollen nur die Informationen interessieren, welche der Bieter oder ein Berater den Aktionären der Zielgesellschaft geben muss.

23 Begr. RegE zu § 11, BT-Drucks. 14/7034, S. 41.

24 Art. 3 Abs. 1 lit. b) und Art. 6 Abs. 2 des Gemeinsamen Standpunktes, aaO (Fn. 5).

25 § 3 Ziff. 2 ÜbG, aaO (Fn. 13); General Principle 4 und Rule 23 britischer City Code, aaO (Fn. 12).

der Bietergesellschaft betrifft, abhängig von der Primärquelle.<sup>26</sup> Von herausragender Bedeutung sind deshalb die Informationen des Bieters, bilden diese doch die *einzige Primärquelle*, die dem Aktionär eine Entscheidungsgrundlage für die Annahme des Angebotes gibt. Eine umfassende und vor allem zutreffende Information des Aktionärs der Zielgesellschaft ist demnach unabdingbar für dessen Entscheidung, ob er „dem Braten trauen soll“, also das in das Unternehmen investierte Geld durch die Annahme des Barangebotes rekaptalisieren oder – noch unsicherer – bei einem Tauschangebot in die für ihn neuen Aktien des Bieters reinvestieren soll. Folglich muss die Angebotsunterlage nicht nur Angaben über die Finanzierung des Angebotes enthalten, sondern auch die Absichten über die künftige Vermögensentwicklung des Bieters und die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft offen legen (§ 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 und 2 WpÜG). Gerade die künftige Unternehmensentwicklung wird sich dann in der Regel zeitnah im Börsenkurs widerspiegeln.

Auf welchem Rechtsprinzip beruht nun das Transparenzgebot? Im Rahmen der Prospekthaftung wurde jahrelang über die verschiedenen dogmatischen Begründungen gestritten; inzwischen hat sich der Ansatz durchgesetzt, dass die Informationspflichten sich mit einem beweglichen System (abhängig vom Informationsbedarf, den Informationsmöglichkeiten und der konkreten Rolle) begründen lassen<sup>27</sup> und die Prospekthaftung dogmatisch mit der culpa in contrahendo bzw. der positiven Forderungsverletzung zu begründen ist.<sup>28</sup> Die börsenrechtliche Prospekthaftung betrifft typischerweise den Fall, dass ein Unternehmen potentielle Neuanleger zur Zeichnung bewegen will.<sup>29</sup> Die Angebotsunterlage betrifft im Rahmen des Übernahmeverfahrens nun genau die *spiegelbildliche* Situation: Der Wertpapierinhaber soll nicht zum Kauf, sondern zum Tausch oder Verkauf seiner Aktien veranlasst werden. Das

26 Zur vergleichbaren Situation von Ad-hoc-Mitteilungen und Analysen siehe MÖLLERS/LEISCH, WM 2001, 1648, 1651. Schließlich sind die Informationen von Dritten oft tendenziös.

27 BREIDENBACH, Die Voraussetzungen von Informationspflichten beim Vertragsschluss, 1989, § 13; zustimmend ROTH, Münchener Komm. z. BGB, 3. Aufl., 1994, § 242 Rdn. 216; EMMERICH, Münchener Komm. z. BGB, 3. Aufl., 1994, vor § 275 Rdn. 81. Ähnlich auch HOPT, FS Gernhuber, 1993, S. 169, 186.

28 BGHZ 79, 337, 344 = WM 1981, 483 = NJW 1981, 1449; ASSMANN, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl., 1997, § 7 Rdn. 17 m. w. N.; HOPT, in: Bankrechtstag 1992, 1992, S. 1, 12 f. Für das Wirtschaftsprüfertestat siehe jüngst BGHZ 145, 187 = NJW 2001, 362 = JZ 2001, 933 mit Anm. MÖLLERS, JZ 2001, 909 ff.

29 Bei Kapitalerhöhungen richtet sich der Prospekt dagegen an Neu- und Altaktionäre.



WpÜG will, wie auch die §§ 44, 45 BörsG n.F.<sup>30</sup> im Rahmen der börsenrechtlichen Prospekthaftung, das *Vertrauen* schützen, das durch die Veröffentlichung der Angebotsunterlage beim Publikum bzw. den Anlegern der Zielgesellschaft ausgelöst wird.

### c) Haftung bei fehlerhaften Angebotsunterlagen

Die Haftung wegen fehlerhafter Angebotsunterlagen gemäß § 12 ist ohne Zweifel die wichtigste Haftungsnorm im WpÜG. Vergleiche mit anderen Rechtsordnungen sind aber nur bedingt möglich. Die gescheiterte europäische Übernahme-Richtlinie sieht selbst keine unmittelbaren Sanktionen vor; nach Art. 12 i.V.m. Art. 6<sup>31</sup> haben die Mitgliedstaaten aber bei einem Verstoß gegen die Vorschriften, welche die Erstellung von Angebotsunterlagen betreffen, effektive Sanktionen sicherzustellen. Das muss nicht zwingend ein Schadensersatzanspruch gegen den Bieter sein: das österreichische ÜbG sieht beispielsweise keine Haftungsnorm für fehlerhafte Angebotsunterlagen vor, sondern nach § 34 als zivilrechtliche Sanktionen nur das Ruhen des Stimmrechts und ein Rücktrittsrecht.<sup>32</sup> Ebenso wenig regeln der deutsche Übernahmekodex<sup>33</sup> und das schweizerische Recht unmittelbar Sanktionsfolgen. Auch nach englischem Recht soll ein Schadensersatzanspruch nur nach allgemeinen Grundsätzen bestehen, soweit nach Rule 19.2. des City Code der Bieter die Verantwortung für die Angebotsunterlage übernommen hat.<sup>34</sup> Der in § 12 WpÜG geregelte Schadensersatzanspruch hat deshalb keine Vorläufer aus rechtsvergleichender Sicht; er lehnt sich vielmehr an das deutsche kapitalmarktrechtliche Haftungssystem an, nämlich mit zahlreichen Tatbestandsmerkmalen an § 44 Abs. 1 Satz 1, § 45 Abs. 1, 2 Nr. 1, 3, 4 BörsG n.F. und § 13 Abs. 1 Satz 1 VerkProspG.<sup>35</sup> Prüfwert erscheint nun, in welchem

30 Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21. Juni 2002, BGBl. I/2002, S. 2010 ff wurden die §§ 45, 46 BörsG zu den neuen 44, 45 BörsG.

31 Des Gemeinsamen Standpunktes, aaO (Fn. 5).

32 Die Literatur schweigt zu möglichen Ansprüchen. Denkbar ist m.E. eine entsprechende Anwendung des § 11 Kapitalmarktgesetz (KMG) oder § 80 BörseG, soweit bei einem Tauschangebot gemäß § 7 Nr. 10 ÜbG, aaO (Fn. 13) Angaben nach § 7 KMG oder § 74 ff BörseG zu machen sind. Zu weitergehenden Ansprüchen gegen einen Berater siehe unten III.1.b)cc).

33 Immerhin wurden Schadensersatzansprüche aus positiver Vertragsverletzung oder culpa in contrahendo genannt, ohne die Problematik jedoch weiter zu vertiefen, GROSS, DB 1996, 1909, 1913; HAKENBERG, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Komm. z. HGB, BankR IX, 2001, Rdn. 649.

34 Siehe Hedley Byrne v. Heller, (1964) AC 465; ZINSER, aaO (Fn. 12), S. 112.

Umfang die Auslegungsergebnisse dieser Normen auf das WpÜG übertragen werden können.

### 2. Auslegungsfragen und ungeklärte Probleme im Rahmen einer Haftung wegen einer fehlerhaften Angebotsunterlage

#### a) Unrichtigkeit von wesentlichen Angaben

Ebenso wie nach § 44 BörsG n.F. soll auch nach § 12 WpÜG nur gehaftet werden, wenn wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig sind. Wenn in der Gesetzesbegründung<sup>36</sup> davon gesprochen wird, dass sich dann „die maßgeblichen“<sup>37</sup> tatsächlichen oder rechtlichen Verhältnisse verändern“, ist diese Umschreibung wenig hilfreich, weil tautologisch. Besser spricht man, wie bei § 44 BörsG n.F., von wertbildenden Faktoren, welche den Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft bei seiner Entscheidung bestimmen.<sup>38</sup> Das sind vor allem diejenigen Angaben, welche die *essentialia negotii* eines Vertrages begründen, wie die Person des Bieters als möglicher Vertragspartner, die Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots bilden (§ 11 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 WpÜG) und die Art und Höhe der gebotenen Gegenleistung (§ 11 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 WpÜG). Daneben ist die Wesentlichkeit beispielsweise zu bejahen für Informationen über die Finanzierung des Angebots und die erwarteten Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters (§ 11 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 WpÜG). Auch eine falsche Angabe über die Dauer der Angebotsfrist (§ 11 Abs. 2 Satz 2 Nr. 6 WpÜG) kann wesentlich sein, wenn sich die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft aus Zeitdruck zu einer Annahme gedrängt sehen könnten. Die Wesentlichkeit einer Angabe ist damit von den Konditionen des Übernahmeangebotes abhängig.

Im Rahmen des § 44 BörsG n.F. wird allerdings behauptet, bei einer unvollständigen Angabe begründe die Unvollständigkeit die Vermutung, dass es

35 Begr. RegE zu § 12, BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

36 Begr. RegE zu § 12, BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

37 Kursivsetzung durch den Autor.

38 Wenn ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 66; ihm folgend SCHÄFER/HAMANN, Komm. z. Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, 1998, §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdn. 76 und HAUPTMANN, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung, 2000, § 3 Rdn. 64 davon sprechen, dass dazu die wertbildenden Faktoren gehören, die ein durchschnittlich verständiger Anleger „eher als nicht“ bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, so ist diese Formel doppeldeutig. Gemeint ist, dass er den Umstand „eher als wesentlich erachtet, als dass er ihn für nicht wesentlich“ hält.

sich um eine wesentliche Angabe handele.<sup>39</sup> Eine solche Ansicht erscheint für § 44 BörsG n.F., aber auch für § 12 WpÜG wenig überzeugend, ist es doch offensichtlich, dass beispielsweise die fehlerhafte Angabe der Adresse einer mit dem Bieter gemeinsam handelnden Person für die Anlageentscheidung des Aktionärs kaum wesentlich sein wird.<sup>40</sup>

#### b) Kausalitätsvermutung und Beseitigung der Anlagestimmung

aa) Nach § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG entfällt eine Haftung, wenn die Annahme des Angebotes nicht auf Grund der Angebotsunterlage erfolgt ist. Wie bei § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG wird die Beweislast umgekehrt.<sup>41</sup> Für eine Haftung kommt es nicht auf den Nachweis der Kausalität der fehlerhaften Angaben für den Entschluss zur Annahme des Angebots an; vielmehr wird die Kausalität vermutet. Vor Inkrafttreten der Beweislastumkehr im Rahmen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes hatte bereits die Rechtsprechung mit Hilfe der so genannten Anlagestimmung ein der Beweislastumkehr nahekommendes Ergebnis erzielt: Die mittelbare Kausalität war für die börsenrechtliche Prospekthaftung nach §§ 45 ff BörsG a.F. allgemein als ausreichend anerkannt. Der veröffentlichte Prospekt erzeugt eine Anlagestimmung, die wiederum die Vermutung zulässt, dass der fehlerhafte Prospekt ursächlich für den Erwerb der Aktien durch den Anleger war. Es kommt nach ständiger Rechtsprechung mithin nicht darauf an, ob der Käufer den Prospekt tatsächlich gelesen oder gekannt hat.<sup>42</sup> Die Anlagestimmung besteht allerdings *nicht unbegrenzt*. Die Anlagestimmung endet, wenn im Laufe der Zeit andere Faktoren für die Einschätzung des Wertpapiers bestimmend werden.<sup>43</sup> Insbesondere können negative Informationen die Anlagestimmung beseitigen.<sup>44</sup> Ist etwa die Anlagestimmung durch die Veröffentlichung von

39 So GRUNDMANN, in: Bankrechtshandbuch, 2. Aufl., 2001, § 112 Rdn. 37; noch stärker HAUPTMANN, aaO (Fn. 38), § 3 Rdn. 64: Die Unvollständigkeit würde regelmäßig zum Beweis der Wesentlichkeit genügen.

40 So auch Begr. RegE zu § 12, BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

41 Begr. RegE Drittes FGG, BR-Drucks. 605/97, S. 76 = Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 76.

42 RGZ 80, 196, 204; BGH WM 1982, 862, 867 – Beton- und Monierbau; ZIP 1998, 1528, 1531 – Elslether Werft; dazu EWIR 1998, 835 (KOLLER); OLG Düsseldorf WM 1984, 586, 596 – Beton- und Monierbau; OLG Frankfurt ZIP 1996, 1037, 1038 – Bond; ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 213; SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdn. 65.

43 BGH ZIP 1998 1528, 1531 – Elslether Werft; dazu EWIR 1998, 835 (KOLLER); OLG Frankfurt ZIP 1996, 1037, 1038 – Bond; SCHWARK, Komm. z. BörsG, 2. Aufl., 1994, §§ 45, 46 Rdn. 35.

44 SCHWARK, aaO (Fn. 43), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 35; SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdn. 67.

Unternehmensdaten verursacht worden, so führt die Veröffentlichung eines neuen Jahresabschlusses mit davon negativ abweichenden Unternehmensdaten zu einer Beendigung der Anlagestimmung. Auch eine wesentliche Änderung des Börsenindex oder der Konjunktüreinschätzung kann die Anlagestimmung beseitigen.<sup>45</sup> Gleiches gilt nach § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG n.F., wenn eine deutlich gestaltete Berichtigung der unrichtigen oder unvollständigen Angaben im Inland veröffentlicht wurde.<sup>46</sup> Die Fälle zur Beendigung der Anlagestimmung werden seit der Neufassung durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz im Rahmen des § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG n.F. relevant.<sup>47</sup>

bb) Diese Grundsätze wurden jüngst auf Ad-hoc-Mitteilungen übertragen.<sup>48</sup> Ebenso wie bei § 44 BörsG n.F. verlangt der Wortlaut des § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG nur, dass das Angebot „auf Grund“, nicht aber „in Kenntnis der Angebotsunterlage“ erworben wurde. Damit lassen sich die Grundsätze zur Begründung und Beendigung der Anlagestimmung auf § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG übertragen, wobei besser von einer „Annahmestimmung“ gesprochen werden sollte. Die Dauer der Annahmestimmung wird durch die Annahmefrist gemäß § 16 WpÜG begrenzt.

#### c) Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht bezüglich der Angebotsunterlage

Ungeklärt ist noch die Problematik, ob innerhalb der vier bis zehn Wochen, in denen das Angebot grundsätzlich<sup>49</sup> gilt, unrichtige Angaben berichtigt oder nachträglich unrichtig gewordene Angaben aktualisiert werden müssen.<sup>50</sup> Der Begriff „Berichtigung“ betrifft Umstände, die von Anfang an unrichtig sind; die Aktualisierung bezieht sich auf ursprünglich richtige Angaben, die erst durch Veränderungen nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage unrichtig geworden sind. Das können Sachverhalte sein, die auch zu einer Ad-hoc-Mitteilung verpflichten, so wenn sich beispielsweise die Ertragslage des Bieters durch die Stornierung eines Großauftrages ändert oder sich die

45 OLG Frankfurt ZIP 1996, 1037, 1038; BGH ZIP 1998, 1528, 1531.

46 Zurückhaltend wertet die Rechtsprechung dagegen die Wirkung negativer Pressestimmen auf die Anlagestimmung. Dies ist sachlich dadurch gerechtfertigt, dass einer Aussage eines Verantwortlichen in den Augen eines durchschnittlichen Anlegers höheres Gewicht beigemessen wird als Informationen der Presse, die in der Regel von weniger gut informierten Personen stammen, vgl. OLG Düsseldorf WM 1984, 586, 596 – Beton- und Monierbau; OLG Frankfurt WM 1994, 291, 298 – Bond; OLG Bremen DB 1997, 1705, 1706 – Elslether Werft.

47 KORT, AG 1999, 9, 12 f; GROSS, Kapitalmarktrecht, 2000, Rdn. 39.

48 MÖLLERS/LEISCH, WM 2001, 1648, 1657 f.

49 Zu den Verlängerungsmöglichkeiten siehe § 21 Abs. 5, 22 Abs. 2 WpÜG.

50 Gegen eine Berichtigungspflicht HAMANN, ZIP 2001, 2249, 2257; für eine Pflicht zur Aktualisierung ASSMANN, AG 2002, 153, 156 und STEINMEYER/HÄGER, Komm. z. WpÜG, 2002, § 11 Rdn. 14; dagegen Hamann ZIP 2001, 2249, 2257.

Aussicht für den Bieter ergibt, den Vorstandsvorsitzenden der Zielgesellschaft weiterzubeschäftigen.<sup>51</sup> Es lässt sich zwischen dem „ob“ und dem „wie“ einer Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht unterscheiden.

#### aa) Begründung einer Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht

Relativ einfach lässt sich die Berichtigungspflicht begründen. Wer unrichtige Angaben macht, ist schon aus vorausgegangenem pflichtwidrigen Tun zur Berichtigung verpflichtet.<sup>52</sup> Der Bieter kann sich einer Haftung nach § 12 Abs. 3 WpÜG dann entziehen, wenn er vor der Annahme die unrichtige Angabe berichtigt und damit die Richtigkeit der Entscheidungsgrundlage wieder herstellt.

Schon vom Wortlaut her kann man aber nicht ohne weiteres davon ausgehen, dass der Gesetzgeber mit dem Begriff „berichtigen“ in § 12 Abs. 3 WpÜG<sup>53</sup> eine Aktualisierungspflicht begründen wollte. Zum einen handelt es sich bei § 12 Abs. 3 WpÜG nur um eine Obliegenheit, um einen Haftungsausschluss zu erlangen, und nicht um eine unmittelbare Pflicht. Zum anderen hat der Gesetzgeber, anders als in § 52 Abs. 2 BörsZulV und § 11 VerkProspG<sup>54</sup>, den Aktualisierungstatbestand nicht ausdrücklich normiert. Eine Aktualisierungspflicht könnte überflüssig sein, weil der Bieter wegen der Ad-hoc-Publizitätspflicht schon nach § 15 WpHG zur Mitteilung kursrelevanter Tatsachen verpflichtet ist. Auch der systematische Vergleich zu § 23 WpÜG könnte gegen eine Aktualisierungspflicht sprechen. Da dort gerade der Bieter zu einer permanenten Mitteilung der Beteiligungen an der Zielgesellschaft verpflichtet wird, könne – so ein möglicher *Umkehrschluss* – eine solche Aktualisierungspflicht nicht auch noch in den § 11 WpÜG gelesen werden.<sup>55</sup> Logisch genauso richtig ist allerdings auch die gegenteilige Position: Wenn schon § 23 WpÜG die Aktualisierungspflicht für Beteiligungsverhältnisse ausspricht, muss eine solche Aktualisierungspflicht *erst recht* für ähnlich wichtige Informationen und damit wesentliche Angaben im Sinne von § 12 WpÜG gelten. An diesem Problem zeigt sich recht klar die Zweischneidigkeit systematisch-logischer Argumentation im Rahmen der *Lückenausfüllung*.

51 Es handelt sich dann nicht um eine „ungerechtfertigte“ Vorteilsgewährung im Sinne von § 33 Abs. 3 WpÜG, siehe Begr. RegE zu § 33, BT-Drucks. 14/7034, S. 59.

52 HOPF, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, Rdn. 206.

53 Eine vergleichbare Regelung findet sich in § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG n.F.

54 Dort heißt es: „sind seit der Veröffentlichung Veränderungen bei Umständen eingetreten ...“. Siehe auch BGHZ 139, 225 = AG 1998, 522 – Elsflether Werft. Zu den europäischen Grundlagen siehe HOPF, aaO (Fn. 52), Rdn. 208.

55 Für die Mitteilung der Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft nach § 23 WpÜG wäre eine Aktualisierungspflicht gemäß § 11 WpÜG überdies überflüssig. HAMANN, ZIP 2002, 2249, 2257 lehnt mit dem Umkehrschluss aus § 23 WpÜG eine Aktualisierungspflicht ab.

Maßgeblich müssen deshalb *teleologische* Überlegungen sein, welche die Planwidrigkeit einer Lücke in einem ersten Schritt überhaupt erst *begründen*: Nur eine aktuelle, nicht aber eine durch veränderte Umstände überholte Angebotsunterlage ist eine taugliche Informationsquelle für das Anlegerpublikum und vor allem für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Nur durch die Aktualisierung wird der von Anfang an bestehenden Pflicht nach § 11 Abs. 1 Satz 2 WpÜG Rechnung getragen, richtige und vollständige Angaben in der Angebotsunterlage abzugeben. Über den Wortlaut des § 12 WpÜG hinaus lässt sich eine solche Aktualisierungspflicht aus dem oben genannten grundlegenden *Transparenzgebot* der § 3 Abs. 2, § 11 Abs. 1 Satz 1 WpÜG konkretisieren, also dem Grundsatz, dass der Wertpapierinhaber auf Grundlage zutreffender Information entscheiden können soll.<sup>56</sup> Für eine solche Aktualisierungspflicht bleibt schließlich auch ein ausreichender Anwendungsbereich neben der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, denn § 15 WpHG will weder die Entscheidungsfreiheit der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft schützen noch sieht die jetzige Fassung eine ausreichende Sanktionierung und damit Beachtung der Vorschrift vor.<sup>57</sup> Die Aktualisierungspflicht trifft überdies nicht nur den Emittenten eines inländischen Wertpapiers, wie nach § 15 WpHG, sondern alle potentiellen Bieter und Prospektverantwortlichen. Es existiert damit eine planwidrige, ausfüllungsbedürftige Lücke. Im Ergebnis bestehen Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht unabhängig davon, ob sie der Gesetzgeber im WpÜG ausdrücklich geregelt hat. Die Berichtigungspflicht hat der Gesetzgeber für so selbstverständlich gehalten, dass er glaubte, sie nicht regeln zu müssen; und die Normierung der Aktualisierungspflicht hat der Gesetzgeber wohl schlicht vergessen.<sup>58</sup>

#### bb) Zu den Voraussetzungen und Rechtsfolgen einer Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht

Diese Lücke gilt es nun auszufüllen.

aaa) § 52 Abs. 2 BörsZulV und § 11 VerkProspG verlangen nur dann eine Aktualisierung, wenn die Umstände von *wesentlicher* Bedeutung sind. Dieses Kriterium ist für das WpÜG zu übernehmen: Schon wegen der hohen Kosten

56 Weitergehend nimmt ASSMANN, Prospekthaftung, 1985, S. 322 ff; DERS., aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 71 eine generell geltende Verpflichtung zur Prospektaktualität an. Ähnlich auch SCHWARK, aaO (Fn. 43), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 15.

57 Siehe hierzu MÖLLERS/LEISCH, WM 2001, 1648 ff. Zur ungenügenden Ausfüllung der Lücke durch § 15 WpHG siehe auch ASSMANN, AG 2002, 153, 157.

58 Im Ergebnis ebenso ASSMANN, AG 2002, 153, 157; STEINMEYER/HÄGER, aaO (Fn. 50), § 11 WpÜG Rdn. 14.



erscheint es wenig überzeugend, eine Angabe in einer Angebotsunterlage korrigieren zu müssen, die für die Entscheidung des Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft *nicht* relevant ist.<sup>59</sup>

bbb) Eine Berichtigungspflicht von ursprünglich unrichtigen Angaben wird höchstens bis zum Ende der Angebotsfrist bestehen<sup>60</sup>. Ungeklärt ist noch die Frage, was gilt, wenn ein Aktionär in einem frühen Stadium das Angebot annimmt und sich nach Annahme des Angebots wichtige Umstände ändern, die zu einer Aktualisierung verpflichten. Gegenüber diesem Aktionär besteht keine Aktualisierungspflicht, weil dieser auf zutreffender Grundlage entscheiden konnte. Dem steht auch nicht der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre entgegen<sup>61</sup>, da es der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ja selbst in der Hand hat, wann er das Angebot annimmt.<sup>62</sup>

ccc) Umsetzen lässt sich eine Berichtigung oder Aktualisierung durch eine Ad-hoc-Mitteilung, einen Nachtrag zur Angebotsunterlage oder sonstige gleichwertige Bekanntmachungen (§ 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG). Unterlässt der Bieter dagegen eine entsprechende Berichtigung, so besteht für den Anleger ein Schadensersatzanspruch gemäß § 12 WpÜG. Im Falle der unterlassenen Berichtigung ergibt sich die Haftung aus der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage selbst. Im Falle der unterlassenen Aktualisierung folgt die Haftung aus einer das Zeitmoment betreffenden teleologischen Extension des § 12 WpÜG.

ddd) Aktionäre, die ein nicht aktualisiertes und damit fehlerhaftes Angebot annehmen, erhalten einen Ersatzanspruch nach § 12 WpÜG. Dieser geht auf das negative Interesse: Sie können damit grundsätzlich die Rückgängigmachung des Vertrages verlangen.

59 Dass die Nichtkorrektur unwesentlicher Angaben auch keine haftungsrechtlichen Konsequenzen hat, ergibt sich aus einem a maiore ad minus-Schluss: Schon die ursprüngliche Haftung erfasst nur wesentliche Angaben.

60 Danach endet das Angebot. Zeitlich vergleichbar ist die Frist mit der Einführung der Aktien an der Börse gemäß § 52 Abs. 2 BörsZulV.

61 § 3 WpÜG. Er findet sich auch in Art 3 Abs. 1 lit. a) des Gemeinsamen Standpunkts, aaO (Fn. 5).

62 Dies ist Ausfluss der Vertragsfreiheit. Wie § 23 WpÜG andeutet, kann er ja bis zum letzten Tag die Angebotsfrist ausnutzen und damit sicherstellen, dass er alle Umstände, die während der laufenden Angebotsfrist eintreten, in seine Entscheidung einfließen lassen kann. A. A. STEINMEYER/HÄGER, aaO (Fn. 50), § 11 WpÜG Rdn. 15, wonach sich die Aktualisierungspflicht bis zum Ablauf der Annahmefrist erstrecken soll.

### cc) Kein einstweiliger Rechtsschutz

Der Erlass einer einstweiligen Verfügung nach §§ 935, 940 ZPO setzt das Bestehen eines Verfügungsanspruchs voraus. Die Aktualisierungs- und die Berichtigungspflicht sind Ausfluss der aus § 11 Abs. 1 Satz 2 WpÜG resultierenden Pflicht zu vollständigen und richtigen Angabe in der Angebotsunterlage. Dabei handelt es sich um vorvertragliche Informationspflichten des Bieters in Gestalt von Aufklärungspflichten.<sup>63</sup> Diese sind nicht klagbar, sondern begründen im Fall der Verletzung lediglich Schadensersatzansprüche.<sup>64</sup> Mangels eines in der Hauptsache einklagbaren Individualanspruchs scheidet eine Durchsetzung der Aktualisierung oder Berichtigung im einstweiligen Rechtsschutz aus. Der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft kann damit nicht die Veröffentlichung einer fehlerfreien Angebotsunterlage erzwingen, sondern ist zum Ausgleich von Nachteilen auf Grund der Annahme des Angebots auf den Schadensersatzanspruch aus § 12 WpÜG verwiesen.

### d) Umfang der Angaben im Rahmen der Angebotsunterlage

#### aa) Grundsätzlich abschließender Charakter der Angaben nach § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngV

aaa) Bisher noch offen ist auch die Frage, ob die Angaben, die nach § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngV zu machen sind, abschließender Natur sind oder aber gegebenenfalls durch weitere Angaben ergänzt werden müssen. Dazu könnten einschlägige Informationspflichten aus der BörsZulV und dem VerkProspG herangezogen werden, wie beispielsweise die Pflicht, die Jahresabschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre anzugeben.<sup>65</sup> Die § 13 Abs. 2 BörsZulV und § 7 Abs. 2 VerkProspG sind explizit als Mindestnormen formuliert,<sup>66</sup> und der Gesetzgeber hat sich gerade bei den §§ 11 und 12 WpÜG immer wieder auf die zwei genannten Gesetze bezogen.<sup>67</sup> Ebenso handelt es sich bei Art. 6 Abs. 3 des Gemeinsamen Standpunktes nur um Mindest-

63 ROTH, Münchener Komm. z. BGB, 4. Aufl., 2001, § 242 Rdn. 260 sowie Rdn. 268: Danach handelt es sich auch bei der Prospektspflicht nach § 36 BörsG und aus dem VerkProspG um sondergesetzliche Regelungen von Informationspflichten.

64 ROTH, aaO (Fn. 63), § 242 BGB Rdn. 313, 260.

65 § 30 Abs. 1 BörsZulV; § 8 Abs. 1 Nr. 1 VerkProspV verlangt den letzten veröffentlichten Jahresabschluss.

66 Die in den Gesetzen aufgezählten Pflichtangaben werden nur beispielhaft („insbesondere“) genannt. Siehe auch ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 77; SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a. F. Rdn. 78.

67 Siehe im einzelnen Begr. RegE zu § 12, BT-Drucks. 14/7034, S. 42.



angaben („mindestens ... enthalten“). Auch das englische<sup>68</sup> und schweizerische<sup>69</sup> Recht verlangen deutlich mehr Pflichtangaben als § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngV. Schließlich ließe sich ein Argument aus der Rechtsnatur der Haftung für eine fehlerhafte Angebotsunterlage heranziehen: Bei dem Übernahmeangebot ist das vorvertragliche Rechtsverhältnis noch *stärker verdichtet* als bei der Prospekthaftung, weil sich der Bieter an einen angrenzenden Kreis von Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft richtet. Tauscht der Aktionär der Zielgesellschaft seine Aktien gegen die des Bieters, wird er zum Aktionär der Bietergesellschaft. Die Anbahnung einer gesellschaftsrechtlichen treuerechtlichen Sonderbeziehung könnte die Grundlage dafür bieten, dass die Informationspflichten des Bieters bei einer Übernahme nicht hinter den Informationspflichten im Rahmen eines Börsenprospekts zurückbleiben dürfen. Endlich könnte man wiederum das oben genannte Transparenzgebot für die Pflicht zu ergänzenden Angaben heranziehen.<sup>70</sup>

bbb) Allerdings sprechen doch eine Reihe von Argumenten für eine abschließende Regelung: § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngV bestimmen den Inhalt der Angebotsunterlage im Detail. Im Unterschied zu den Angaben der BörsZulV und des VerkProspG spricht der klare *Wortlaut* für eine abschließende und nicht nur beispielhafte Aufzählung der einzelnen Pflichtangaben. Sollten sich im Laufe der Zeit Lücken ergeben, stellt gerade die Rechtsverordnung ein flexibles Instrumentarium dar, um diese Lücken schnell zu schließen.<sup>71</sup>

Letztlich sind für eine angemessene Lösung des Problems wiederum *teleologische* Überlegungen entscheidend: Schon ein Vergleich von § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜG-AngV mit den immerhin 34 Normen der BörsZulV<sup>72</sup> sowie der VerkProspV<sup>73</sup> verdeutlicht, dass dieser Katalog von Informationspflichten nicht ohne weiteres in die Angebotsunterlage hineingelesen werden kann.

68 Rule 24 des City Code, aaO (Fn. 12). Rule 24.2 (a) (ii) (1) des City Code verlangt beispielsweise die Jahresabschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre. Hierzu PECK, in: Button/Bolton, A practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, 2000/2001, S. 159, 166. Rule 24.2 b (i) verlangt den Hinweis, dass bei Zweifeln an dem Angebot ein unabhängiger Finanzberater hinzugezogen werden sollte.

69 Art. 24, 28 lit. b) BEHG i.V.m. Art. 17-24 UEV-UEK, aaO (Fn. 14).

70 So jetzt beispielsweise ASSMANN, AG 2002, 153, 156 (ohne nähere Begründung); auch STEINMEYER/HÄGER, aaO (Fn. 50), § 12 WpÜG Rdn. 13 bezeichnen die nach § 11 i.V.m. § 2 WpÜG-AngVO geforderten Angaben als „Mindestangaben“ und halten im Einzelfall weitere Angaben für notwendig; so auch HAMANN, ZIP 2001, 2249, 2251.

71 Dieses Argument ist nicht zwingend, weil sich der Gesetzgeber trotz BörsZulV und VerkProspV für eine nicht abschließende Aufzählung der Angaben entschieden hat und damit eine potentielle Haftung droht.

72 § 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG n.F. i.V.m. §§ 13-47 BörsZulV.

73 § 7 VerkProspG i.V.m. §§ 2-14 VerkProspV.

Das Transparenzgebot des Übernahmeverfahrens will nur sicherstellen, dass dem Wertpapierinhaber eine ausreichende Entscheidungsgrundlage vorliegt, damit er beurteilen kann, ob er das Angebot annimmt. Weitergehend sollen demgegenüber die Prospekte nach dem BörsG und dem VerkProspG „dem Publikum ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und die Wertpapiere ermöglichen“.<sup>74</sup> Vereinfacht formuliert: Die Angebotsunterlage weist damit in die Zukunft; der Börsenprospekt baut auf Angaben aus der Vergangenheit. Soweit die Angebotsunterlage ein *Barangebot* enthält, hat dieses nicht das Ziel, den potentiellen Erwerber in allen Einzelheiten über das Unternehmen des Bieters zu informieren. Nimmt man das Transparenzgebot ernst, reicht es aus, wenn sich die Informationen auf die Angebotskonditionen und vor allem die Umstände beschränken, welche die Gegenleistung, also den Preis, als Teil der *essentialia negotii* eines Barangebotes wesentlich beeinflussen. Dazu gehört beispielsweise auch die in § 2 Nr. 3 WpÜG-AngV geregelte Angabe der Bewertungsmethode<sup>75</sup>, wie die Gegenleistung berechnet wurde.

ccc) Etwas anderes gilt nur, wenn ein *Tauschangebot* vorliegt. Dann besteht ein Interesse des Wertpapierinhabers, nicht nur über die zukünftige, sondern auch über die bisherige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters informiert zu werden, damit sich der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, der seine Aktien gegen die des Bieters tauscht, ein zutreffendes Bild über die Gesellschaft des Bieters machen kann. Genau dies wird aber in Übereinstimmung mit ausländischen Rechtsordnungen in § 2 Nr. 2 WpÜG-AngV<sup>76</sup> geregelt, da dieser ausdrücklich auf § 7 VerkProspG verweist.

Gesetzestechisch hätten diese beiden Informationspflichten nicht in der AngV, sondern direkt in § 11 WpÜG aufgenommen werden sollen.<sup>77</sup> Das wäre ihrer Bedeutung besser gerecht geworden und hätte dem Bieter und dem Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft deutlicher vor Augen geführt, dass die Risiken und die entsprechenden Informationspflichten bei einem Tauschangebot deutlich höher sind als bei einem Barangebot.

#### *bb) Werturteile und Prognosen, schönfärbende Übertreibungen und verschwiegene Risiken*

Wenn man nun von einem abschließenden Charakter der § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngV ausgeht, fragt sich des weiteren, *ob* Prognosen erforderlich

74 § 36 Abs. 3 Nr. 2 BörsG, § 7 Abs. 1 VerkProspG.

75 Ebenso § 7 Nr. 4 ÜbG, aaO (Fn. 13); Art. 3 Abs. 3 lit. d) Gemeinsamer Standpunkt, aaO (Fn. 5).

76 So auch § 7 Nr. 10 ÜbG, aaO (Fn. 13); siehe Art. 24 UEV-UEK, aaO (Fn. 14).

77 Ebenso für die Angaben zur Vermögenslage § 7 Nr. 4 ÜbG, aaO (Fn. 13) und § 12 Abs. 2 S. 3 Nr. 3 WpÜG-DiskE, aaO (Fn. 6).

sind, und *wie* mit Werturteilen und Prognosen sowie schönfärbenden Übertreibungen und verschwiegenen Risiken rechtlich umzugehen ist.

In der eingangs geschilderten Sparta-Angebotsunterlage war mit einem deutlich „erhöhten Ertragspotential“ und einer „signifikanten Ergebnissteigerung pro Aktie“ geworben worden. Gleichzeitig wurden gewichtige Risiken verschwiegen, nämlich dass die Kontrolle über Balaton nicht ohne weiteres zu erlangen war, die geplante Wertschöpfungskette, jungen Unternehmen über mehrere Aktiengesellschaften zum Börsengang zu verhelfen, bisher nur eine Idee und bei der starken Konkurrenz nur schwer am Markt durchzusetzen war und dass Sparta einen hohen Finanzierungsbedarf hatte.

aaa) Gegen eine Verpflichtung, auf Prognosen, Chancen und Risiken hinzuweisen, ließe sich einwenden, der Wortlaut des § 11 WpÜG würde solche Prognosen, Chancen und Risiken gerade nicht ausdrücklich nennen. Wenn solche Angaben erforderlich seien, habe der Gesetzgeber, wie beispielsweise in § 29 Abs. 2 BörsZulV und in § 7 Abs. 2 Nr. 3 VerkProspG mit dem Begriff „Geschäftsaussichten“, solche Pflichtangaben ausdrücklich normiert. Auch der Gemeinsame Standpunkt würde solche Pflichten nicht enthalten.

Diese Argumente erscheinen im Ergebnis jedoch wenig stichhaltig. Schon vom Wortlaut her lassen sich die Chancen und Risiken einer Übernahme unter die „erwarteten Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters“ und die „künftige Geschäftstätigkeit“ des § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 und 2 WpÜG subsumieren. Insoweit hinkt der systematische Vergleich mit dem VerkProspG, weil dort nur über die bisherige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu berichten ist, so dass eine Ergänzung um den Begriff „Geschäftsaussichten“ sinnvoll erscheint. Ebenso wenig überzeugt der Hinweis auf die geplante europäische Richtlinie, da diese nur Mindestregeln aufstellt und damit strengeres nationales Recht ausdrücklich zulässt.<sup>78</sup> Der britische City Code enthält beispielsweise Regelungen über die Geschäftsabsichten des Bieters<sup>79</sup> sowie über Gewinnprognosen.<sup>80</sup> Auch nach österreichischem<sup>81</sup> und schweizerischem<sup>82</sup> Recht muss die künftige Geschäftspolitik in der Angebotsunterlage dargestellt werden. Im Ergebnis muss deshalb auch in der Angebotsunterlage in irgendeiner Form auf die künftige Geschäftsentwicklung und damit auf Prognosen und Risiken eingegangen werden.

78 Siehe ausdrücklich Art. 3 Abs. 2 und Erwägungsgründe 3, 4 und 7 des Gemeinsamen Standpunktes, aaO (Fn. 5).

79 Rule 24 (a) und (b), aaO (Fn. 12) spricht von „intentions“.

80 Dabei verpflichtet Rule 28, aaO (Fn. 12) nicht zu einer Gewinnprognose, sondern enthält nur Sorgfaltsanforderungen für den Fall, das eine solche abgegeben wird. Zu „profit forecasts“ siehe MORGAN, in: Button/Bolton, A practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, 2000/2001, S. 209 ff.

81 § 7 Nr. 8 ÜbG, aaO (Fn. 13).

82 Art. 24 S. 3 UEV-UEK, aaO (Fn. 14).

bbb) Damit ist des weiteren zu prüfen, welchen Anforderungen eine solche Prognose genügen muss. Der BGH hat im Rahmen der börsenrechtlichen Prospekthaftung betont, dass zu den Angaben nicht nur Informationen, sondern auch Prognosen gehören. Er hat die Anforderungen dahingehend präzisiert, dass trotz eines gewissen Werbecharakters „über alle Umstände, die für die Entschließung von Bedeutung sein können, sachlich und vollständig unterrichtet werden muss“.<sup>83</sup> Die Informationen sollen dazu dienen, das Risiko kalkulierbar zu machen. Prognosen sind dann nicht zu beanstanden, wenn die zugrunde gelegten Prämissen wirklichkeitsnah, die Berechnungen rechnerisch korrekt und die damit verbundenen Risiken ausreichend dargestellt sind.<sup>84</sup> Prognosen oder Werturteile müssen durch ausreichende Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar sein.<sup>85</sup> Die Einzelangaben können zwar richtig, der *Gesamteindruck* aber falsch sein, so dass auch dann eine Haftung möglich ist.<sup>86</sup> Damit können auch schönfärbende Übertreibungen unzulässig sein, selbst wenn jede Einzelangabe zutreffend ist. Diese Aussagen lassen sich grundsätzlich auf die Angebotsunterlagen übertragen. Sie sind allerdings vom Umfang her zu begrenzen. Bei einem *Barangebot* steht in erster Linie die Höhe der Barabfindung im Vordergrund. Chancen und Risiken der Gesellschaft des Bieters in Bezug auf künftige Geschäftsentwicklungen können damit zurücktreten. Anders sieht es dagegen aus, wenn die Übernahme durch einen *Wertpapiertausch* erfolgen soll. Für den Erwerber ist dann die künftige Entwicklung der Gesellschaft des Bieters von essentieller Bedeutung, muss er sich doch entscheiden, ob er durch den Tausch die Werthaltigkeit seiner Investition verbessert oder gegebenenfalls massiv verschlechtert.<sup>87</sup>

Das verdeutlicht die eingangs geschilderte Sparta/Balaton-Übernahme. Der Übernahme-prospekt der Sparta AG entsprach nicht diesen Anforderungen und hätte nach jetzigem Recht wohl die Grundlage eines Schadensersatzanspruches bilden können.<sup>88</sup>

83 BGH WM 1982, 862, 865; BGHZ 79, 337, 344 = WM 1981, 483; BGHZ 123, 106, 109 m. w. N. = WM 1993, 318.

84 BGH WM 1982, 862, 865; StOL, in: Bankrechtshandbuch, 2. Aufl., 2001, § 45 Rdn. 49, 53; siehe auch SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a. F. Rdn. 87 ff.

85 BGH WM 1982, 862, 865; ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 67.

86 BGH WM 1982, 862 f.; OLG Frankfurt WM 1994, 291, 295 = ZIP 1994, 282, 284 – Bond I; ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 68; SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a. F. Rdn. 86 ff.; GROSS, aaO (Fn. 47), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 27; HAUPTMANN, aaO (Fn. 38), § 3 Rdn. 66.

87 Siehe oben II.1.b).

88 Das gilt zum einen für die unterschlagenen Risiken; m. E. war aber auch die „signifikante Ergebnissteigerung“ als Anpreisung nicht durch ausreichende Tatsachen gestützt, weil die geplante Wertschöpfungskette in absehbarer Zeit noch nicht realisierbar war.



### cc) Adressat der Angebotsunterlage – der maßgebliche Empfängerhorizont

Abschließend soll noch der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft als Adressat der Angebotsunterlage konkretisiert werden. Bekanntlich ist im Rahmen der börsenrechtlichen Prospekthaftung umstritten, ob ein Anleger Bilanzen lesen und verstehen können muss<sup>89</sup> oder aber ein solcher Standard realitätsfremd ist<sup>90</sup>. Nach § 11 Abs. 1 Satz 4 WpÜG muss die Angebotsunterlage in einer Form abgefasst sein, die ihr Verständnis und ihre Auswertung erleichtert. Der Gesetzgeber betont, dass das Interesse an einer kostengünstigen und raschen Erstellung hinter dem Interesse der Anleger und Arbeitnehmer nach einer verständlichen und nachvollziehbaren Entscheidungs- und Informationsgrundlage zurückzutreten habe.<sup>91</sup>

Der Hinweis auf eine durchschnittliche Sachkunde des Adressaten<sup>92</sup>, der für die Prospekthaftung verwendet wird, kann als Orientierungshilfe dienen<sup>93</sup>: Auf der einen Seite wird der „flüchtige Leser“ nicht geschützt; er muss sich die Angebotsunterlage „aufmerksam“<sup>94</sup> durchlesen. Ebenso wenig ist der Kleinanleger, der die Aktie auf Empfehlung erworben hat, ansonsten aber über keine Mindestkenntnisse verfügt, schützenswert. Erläuterungen über Chancen und Risiken von Aktien oder Bewertungsmethoden im allgemeinen müssen nicht erfolgen. Schließlich kann der Anlageprospekt, der sich an eine Vielzahl von Anlegern wendet, auch nicht „anlegergerecht“ sein, also die individuelle Anlageberatung gemäß § 31 Abs. 2 WpHG ersetzen.<sup>95</sup>

Mit Rücksicht auf den klaren Wortlaut des § 11 Abs. 1 Satz 4 WpÜG dürfen die Anforderungen aber auch nicht zu hoch gesteckt sein. Der Aktionär muss nicht Wirtschaftsprüfer sein oder, wie der BGH im Rahmen der Prospekthaftung formuliert, nicht über ein „überdurchschnittliches Fachwissen“<sup>96</sup> verfügen. Gerade weil das umfangreiche Zahlenwerk eines Prospektes nicht verlangt wird,<sup>97</sup> dürfen die Formulierungen auch in Bezug auf den Gesamteindruck nicht irreführend sein.

89 BGH WM 1982, 862, 863.

90 SCHWARK, aaO (Fn. 43), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 12; SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a. F. Rdn. 84 m. w. N.

91 So die Formulierung in Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 41.

92 So beispielsweise SCHWARK, aaO (Fn. 43), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 12.

93 Auf den durchschnittlichen Angebotsadressaten stellen z. B. auch ASSMANN, AG 2002, 153, 155 und GEIBEL/SÜSSMANN, Komm. z. WpÜG, 2002, § 12 Rdn. 6 ab.

94 BGH WM 1982, 862, 863.

95 So für die Prospekthaftung SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a. F. Rdn. 84.

96 BGH WM 1982, 862, 863.

97 Selbst bei einem Tauschangebot müssen über § 2 Nr. 2 WpÜG-AngV nur die Angaben nach § 7 VerkProspG i. V. m. VerkProspV und nicht die deutlich umfangreicheren Angaben des § 36 Abs. 3 Nr. 2 BörsG i. V. m. BörsZulV gemacht werden.

### e) Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung und Schutz der Gesellschaft, § 12 WpHG versus §§ 57, 71 AktG

#### aa) Problemstellung und Meinungsstreit

Im Hinblick auf Ansprüche gegen das Unternehmen selbst besteht das Problem, dass mit der Leistung von Schadensersatz an einzelne Gesellschafter gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 AktG und das Gebot der Gleichbehandlung aller Aktionäre verstoßen werden könnte.<sup>98</sup> Richtet sich der Prospekthaftungsanspruch des § 44 BörsG n. F. gegen die emittierende Aktiengesellschaft, dann bedeutet die Rückgabe der Aktien durch den Aktionär an die Aktiengesellschaft den Erwerb eigener Aktien, der durch keinen Erlaubnistatbestand des § 71 AktG gedeckt ist. Auch für Ansprüche wegen falscher Ad-hoc-Mitteilungen besteht dieser Konflikt mit dem AktG;<sup>99</sup> Vergleichbares gilt, soweit Ansprüche bei falschen Angebotsunterlagen gemäß § 12 WpÜG geltend gemacht werden und der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft das Tauschangebot rückgängig machen möchte. In der Literatur ist dieses Problem bisher nur im Rahmen von § 44 BörsG n. F. erörtert worden.<sup>100</sup>

#### bb) Formale Argumentationsstrukturen

Zum Teil wurde gegenüber der alten Fassung des § 45 BörsG die Ansicht vertreten, das Gesellschaftsrecht sei gegenüber § 45 BörsG vorrangig.<sup>101</sup> Die Gegenansicht sieht dagegen §§ 44, 45 BörsG n. F. als speziellere Normen. Argumentiert wird damit, dass die §§ 44, 45 BörsG n. F. gegenüber den §§ 57 und 71 AktG die *spezielleren und neueren Vorschriften* wären und deshalb zwingend dem AktG vorgehen würden.<sup>102</sup> Diese Ansicht kann sich im Verhältnis der

98 Generell siehe RGZ 54, 128, 130 ff; 62, 29; 72, 291, 293 f; OLG Frankfurt AG 1996, 324, 325; OLG München NJW-RR 2000, 624 zu einer KG. In diese Richtung auch WIESNER, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. IV, Aktiengesellschaft, 2. Aufl., 1999, § 26 Rdn. 31 und § 16 Rdn. 46; HIRTE, Bankrechtstag 1995, 1995, S. 87 f.

99 Darauf hinweisend MÖLLERS/LEISCH, WM 2001, 1648, 1649, 1662; PELTZER, FAZ vom 29. September 2001, S. 23; REICHERT/WELLER, ZRP 2002, 49, 56; jetzt auch RENZENBRINK/HOLZNER, BKR 2002, 434 ff.

100 Siehe beispielsweise SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a. F. Rdn. 46 ff; GROSS, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Komm. z. HGB, BankR IX, 2001 Rdn. 171 ff. Lösungen für Ansprüche wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen oder Angebotsunterlagen wurden bisher noch nicht aufgezeigt.

101 LUTTER, Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1988, § 57 Rdn. 22, § 71 Rdn. 69.

102 Nach den systematischen Rechtsfiguren: *lex posterior derogat legi priori* und *lex specialis derogat legi generali*. So beispielsweise LG Frankfurt WM 1998, 1181, 1185 f; OLG Frankfurt AG 2000, 132, 134; KRÄMER/BAUDISCH, WM 1998, 1161, 1164; HENZE, in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 2001, § 57 Rdn. 20; HOMMELHOFF/VAN AERSSSEN, EWIR § 75 AktG 1/98, 1998, 579, 580; GROSS, aaO (Fn. 100), BankR IX Rdn. 173.



börsenrechtlichen Prospekthaftung zum AktG immerhin auf den Willen des Gesetzgebers stützen.<sup>103</sup> Auch im Verhältnis des § 12 WpÜG gegenüber den aktienrechtlichen Vorschriften könnte man die Ansicht vertreten, er sei *lex specialis*. Allerdings hat der Gesetzgeber seinen historischen Willen höchstens insoweit mittelbar zum Ausdruck gebracht, als er immer wieder auf die börsenrechtliche Prospekthaftung verweist.<sup>104</sup>

### cc) Der Telos von § 12 WpÜG und § 57 AktG

Zu dieser formalen Argumentationsstruktur sollten allerdings Überlegungen hinzutreten, die sich am Telos beider Normen orientieren.

aaa) § 57 AktG erlaubt nach herrschender Meinung reguläre Geschäfte und damit auch die Abwicklung von Schadensersatzansprüchen. Damit werden auch die Abwicklung von Prospekthaftungsansprüchen<sup>105</sup> und Haftungsansprüchen wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen oder fehlerhafter Angebotsunterlagen erfasst.

bbb) Nach einer Ansicht sollen die Haftungsansprüche zumindest dann nicht gegen § 71 AktG verstoßen, wenn deren Abs. 2 eingehalten wird. Danach darf das Unternehmen nur 10 % der Aktien erwerben und hierfür das Grundkapital oder die Rücklagen nicht mindern.<sup>106</sup> Allerdings muss sich diese Ansicht entgegenhalten lassen, dass sich dann doch wieder die gesellschaftsrechtliche Perspektive durchsetzt. Bei Ansprüchen wegen fehlerhaften Prospekten oder Ad-hoc-Mitteilungen würden bei einer (drohenden) Insolvenz schon von vornherein Ansprüche gegen das Unternehmen scheitern.

Entscheidend muss deshalb die Ausgangsüberlegung sein, dass § 249 Satz 1 BGB auch im Rahmen des § 12 WpÜG mangels abweichender Regelung die Naturalrestitution anordnet. Der Annehmende kann verlangen, so gestellt zu werden, als hätte er die wahre Sachlage gekannt.<sup>107</sup> § 71 AktG schränkt nicht Haftungsansprüche der Anleger ein, sondern nur die Handlungsmöglichkeit

103 Begr. RegE Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, BR-Drucks. 605/97, S. 78 = Begr. RegE Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 13/8933, S. 78.

104 Siehe im Einzelnen Begr. RegE zu § 12, BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

105 HOMMELHOFF/VAN AERSEN, EWIR § 75 AktG 1/98, 1998, 579, 580; ebenso für das Verhältnis von Prospekthaftung zum AktG GROSS, aaO (Fn. 100), BankR IX Rdn. 173.

106 SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdn. 48. Ähnlich auch REICHERT/WELLER, ZRP 2002, 49, 56, wobei nicht deutlich wird, ob dies *de lege lata* oder *de lege ferenda* gelten soll. Siehe früher schon diskutiert bei SCHWARK, FS Ralsch, 1995, S. 269, 288 f.

107 Begr. RegE zu § 12, BT-Drucks. 14/7034, S. 43

der Aktiengesellschaft. Verbleibt die Zielgesellschaft am Markt, ist eine Naturalrestitution möglich. Gegen Rückgabe der Wertpapiere der Bietersgesellschaft erhält der Geschädigte grundsätzlich Wertpapiere der Zielgesellschaft entsprechend der Anzahl der hingegebenen Wertpapiere zurück.<sup>108</sup> Im Ergebnis ist der Schutz der Aktionäre gegenüber den Gläubigern vorrangig.<sup>109</sup>

### III. Die Rolle von sachverständigen Dritten im Verfahren

Wenden wir uns nun den Dritten im Rahmen des Übernahmeverfahrens zu, also vor allem beratenden Berufen, wie Wirtschaftsprüfern, Rechtsanwälten und Banken, die bei Börseneinführungen und Übernahmen typischerweise eine bedeutende Aufgabe wahrnehmen.

In dem Diskussionsentwurf des WpÜG war die Rolle solcher sachverständiger Dritter noch umfangreich geregelt. Ohne weitere Begründung hat der Gesetzgeber sich von dieser Vorschrift verabschiedet und nur in einer einzigen Norm, dem § 13 WpÜG, punktuell die Finanzierungsbestätigung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei Barangeboten des Bieters normiert. Gerade auch auf rechtsvergleichender Basis lohnt es sich deshalb, der Frage nachzugehen, ob es angemessen ist, die Aufgabe der beratenden Dritten so rudimentär zu regeln.

#### 1. Alternativen zur jetzigen Rechtslage: gesetzlich zwingend vorgegebene Beratung und Prüfung durch sachverständige Dritte

##### a) Pflicht zur Beratung und Prüfung von Bieter und Zielgesellschaft

Nach § 14 WpÜG-DE hatten neben dem Bieter auch die Zielgesellschaften bei der Vorbereitung und Durchführung einer Übernahme einen geeigneten Berater hinzuzuziehen. Diese Pflicht entfiel nur, soweit Bieter und Zielgesellschaft gegenüber der BAFin nachwiesen, über ausreichende Kenntnisse zu verfügen.<sup>110</sup> Auch nach Art. 6 des Übernahmekodex sollte ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Vorbereitung und Abwicklung des An-

108 Die Rückerstattung der Wertpapiere der Zielgesellschaft kann ungenügend sein, wenn deren Kurs infolge der Teilübernahme durch den Bieter und dessen Einflussnahme auf das Unternehmen unter den Wert im Zeitpunkt der Angebotsannahme gesunken ist.

109 Ebenso für das Verhältnis von § 45 BörsG zu § 71 AktG, BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 3), § 45 Rdn. 5; HENZE, aaO (Fn. 102), § 57 AktG Rdn. 21; RENZENBRINK/HOLZNER, BKR 2002, 434 ff.

110 § 14 WpÜG-DiskE, aaO (Fn. 6).

gebotes hinzugezogen werden. Ein solches Hinzuziehen dient der *Beratung* und findet sich auch in anderen Rechtsordnungen, wie beispielsweise in Rule 3 des britischen City Code, und den §§ 9, 12 des österreichischen ÜbG.

In Österreich<sup>111</sup> und der Schweiz<sup>112</sup> muss ein Sachverständiger darüber hinaus die Vollständigkeit und Gesetzmäßigkeit der Angebotsunterlage prüfen, einen schriftlichen Bericht erstellen und das Ergebnis seiner Prüfung in einer abschließenden Bestätigung zusammenfassen. Prüfbericht und Prüfervermerk werden veröffentlicht.<sup>113</sup>

### b) Gründe, die für eine Beratung bzw. Prüfung sprechen

aa) Eine solche Beratungspflicht lässt sich durchaus gut begründen. Der Diskussionsentwurf nennt für eine Beratungspflicht den *Grundsatz des raschen Verfahrens*. Dieser allgemeine Grundsatz, der in § 3 Abs. 4 WpÜG normiert ist und sich auch in anderen Rechtsordnungen wiederfindet<sup>114</sup>, möchte vermeiden, dass die Zielgesellschaft über Gebühr in ihrer Geschäftstätigkeit behindert und das Übernahmeverfahren als Mittel der Wettbewerbsbehinderung eingesetzt wird.<sup>115</sup> Überdies sollen auf diese Weise eine anlegergerechte Aufbereitung der Angebotsunterlage ermöglicht<sup>116</sup> und kostspielige und zeitraubende Fehlentscheidungen vermieden werden.<sup>117</sup>

bb) Das Übernahmeangebot führt bei der Zielgesellschaft unweigerlich zu einem Ausnahmezustand, der besonnenes Vorgehen erfordert.<sup>118</sup> Der Beratungsbedarf ist bei der Zielgesellschaft daher noch stärker. Neben dem raschen Verfahren kommt hier als zweiter Grundsatz das *Transparenzgebot* zum Tragen: Damit die Aktionäre der Zielgesellschaft ausreichend informiert sind, um sich entscheiden zu können, ist neben der Angebotsunterlage die Äußerung der Zielgesellschaft von herausragender Bedeutung.<sup>119</sup> Ein Berater

111 Nach § 9 Abs. 1 Satz 2 und 3 ÜbG, aaO (Fn. 13).

112 Art. 25 BEHG, aaO (Fn. 14).

113 § 11 Abs. 1 ÜbG, aaO (Fn. 13); Art. 25, 28 lit. b) BEHG i.V.m. 26 Abs. 2 Satz 2 UEV-UEK, aaO (Fn. 14).

114 Z. B. § 3 Ziff. 5 ÜbG, aaO (Fn. 13). Zum letzteren ROTH/ZINSER, EWS 2000, 233, 236. Er findet sich auch in Art. 3 Abs. 1 lit. f) Gemeinsamer Standpunkt, aaO (Fn. 5).

115 Begr. RegE zu § 3, BT-Drucks. 14/7034, S. 35.

116 Für das österreichische Recht KALSS, NZG 1999, 421, 429.

117 Begr. zu § 14 WpÜG-DiskE, aaO (Fn. 6), S. 108; LAND/HASSELBACH, DB 2000, 1747, 1749.

118 So deutlich die Erläuterung zur Regierungsvorlage zu § 13 ÜbG, aaO (Fn. 13); angedeutet auch bei Begr. WpÜG-DiskE, aaO (Fn. 6), S. 109.

119 So ausdrücklich auch Begr. RegE zu § 27, BT-Drucks. 14/7034, S. 52.

könnte die Stellungnahme der Zielgesellschaft qualitativ heben und vor allem verobjektivieren.

In der oben geschilderten Sparta/Balaton-Übernahme lautete die Stellungnahme des Vorstandes der Deutschen Balaton AG beispielsweise:

„Zwischen der Deutschen Balaton AG und der SPARTA Beteiligungen AG besteht bereits eine Zusammenarbeit und gemeinsame Beteiligungen (net.IPO und mittelbar pre-IPO AG) werden gehalten. Die Deutsche Balaton AG begrüßt *Synergien*, die durch eine Beteiligung der SPARTA Beteiligungen an unserer Gesellschaft entstehen können, was zu einem höheren Ergebnis je Aktie führen könnte ...

Die deutsche Balaton AG empfiehlt ihren Aktionären, die freiwillige öffentliche Aufforderung der SPARTA Beteiligungen AG selbst zu prüfen.“<sup>120</sup>

Mit einer solchen Stellungnahme hat Balaton nicht zum Ausdruck gebracht, ob sie eine Übernahme im Sinne einer Beherrschung wirklich gutheißt oder aber eine Beherrschung durch einen später abzuschließenden Partnerschaftsvertrag verhindern will. Dem Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft wurde damit letztlich *keine* Entscheidungshilfe gegeben. Eine Angebotsunterlage oder Stellungnahme der Zielgesellschaft, wie bei der Übernahme von Balaton durch Sparta, wäre bei entsprechender unternehmerischer und rechtlicher Prüfung wohl in dieser Form nicht abgegeben worden.

Bei entsprechender Beratung könnten potentielle Haftungsansprüche Dritter gegen den Bieter reduziert und, ökonomisch betrachtet, die Verschleuderung von Ressourcen Dritter, nämlich der Tausch eigener Aktien in die Aktien eines wirtschaftlich deutlich weniger erfolgreichen Unternehmens, bei ausreichender und zutreffender Information verhindert werden. Wenn überdies der Rat des unabhängigen Beraters den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft, wie nach Rule 3.1 des City Code, bekannt zu geben ist, erhalten diese eine zusätzliche Informations- und Entscheidungsgrundlage. Konsequenterweise hat deshalb auch jüngst noch *Hopt* die Beratungspflicht des Diskussionsentwurfs verteidigt<sup>121</sup> und eine dem englischen Recht entsprechende Veröffentlichungspflicht gefordert.<sup>122</sup>

cc) Diese Überlegungen gelten auch für die stärkere Prüfungspflicht. Eine umfangreiche Prüfungspflicht hätte darüber hinaus den Vorteil, dass sie die Aufsichtsbehörde entlastet.<sup>123</sup> Wiederum hätte bei entsprechender Veröffentlichung der Aktionär der Zielgesellschaft eine zusätzliche Entscheidungsgrundlage zur Hand.

120 Kursivstellung jeweils durch den Autor. Zu den Nachw. siehe oben Fn. 16.

121 Ebenso ZINSER, NZG 2001, 391, 394.

122 HOPT, FS Koppensteiner, S. 61, 78.

123 So Erläuterung zur Regierungsvorlage zu § 9 ÜbG, aaO (Fn. 13).

c) *Grenzen der Rechtsfortbildung – Verzicht auf zwingende Beratungspflicht oder Prüfbericht de lege lata*

Eine Beratungspflicht, die in § 13 WpÜG nicht normiert wurde, könnte man nun im Ergebnis schon *de lege lata* auf zweierlei Wegen zu erreichen versuchen.

aa) Ebenso wie in § 44 Abs. 1 Nr. 1 und 2 BörsG n.F. wird auch in § 12 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpÜG zwischen dem Erlasser und dem Veranlasser eines Prospekts bzw. eines Angebots unterschieden. Damit kann der jetzige § 12 WpÜG auch Dritte und insbesondere Wertpapierdienstleistungsunternehmen einbeziehen.

aaa) Im Rahmen der Prospekthaftung ist beispielsweise das emissionsbegleitende Kreditinstitut<sup>124</sup> *Prospekterlasser*, weil es den Prospekt mit unterschreiben muss.<sup>125</sup> Diese Mithaftung hat der Gesetzgeber im Rahmen des BörsG auch ausdrücklich gewollt.<sup>126</sup> Auch nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 11 Abs. 3 WpÜG haftet, wer erkennbar die Verantwortung für die Angebotsunterlage übernimmt. Im Gegensatz zu § 30 Abs. 2 BörsG n.F. verpflichtet das WpÜG Wertpapierdienstleistungsunternehmen aber gerade nicht, die Angebotsunterlage mit zu unterschreiben, so dass davon auszugehen ist, dass dies in der Praxis auch unterbleibt.

bbb) Daneben ist eine Haftung als Prospektveranlasser im Rahmen des § 44 Abs. 1 BörsG n.F. denkbar. *Prospektveranlasser* sind die eigentlichen Urheber des Prospekts.<sup>127</sup> Im Rahmen der börsenrechtlichen Prospekthaftung kommt eine Haftung Dritter, also von Rechtsanwälten oder Wirtschaftsprüfern als Prospektveranlasser nur in Betracht, wenn diese ein eigenes *wirtschaftliches Interesse* an der Emission haben.<sup>128</sup> Das ist regelmäßig nicht der Fall, weil die Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte nur in ihren Teilbereichen tätig werden; sie beeinflussen damit den Prospekt nur punktuell.<sup>129</sup> Damit kommt für Dritte eine Haftung als *Angebotsveranlasser* auch nur bei einem eigenen wirtschaftlichen Interesse in Betracht.<sup>130</sup> Dazu reichen aber, wie bei der börsen-

124 Oder mehrere Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen eines Konsortiums.

125 § 36 Abs. 2 BörsG i.V.m. § 13 Abs. 1 Satz 2 BörsZulV.

126 BR-Drucks. 964/96, S. 27.

127 SCHWARK, aaO (Fn. 43), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 7; ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 204.

128 SCHWARK, aaO (Fn. 43), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 7; Begr. RegE Drittes Finanzmarktförderungsgesetz zu § 45, BT-Drucks. 13/8933, S. 78; ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 204; SITTMANN, NZG 1998, 490, 493.

129 SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdn. 54; HAUPTMANN, aaO (Fn. 38), § 3 Rdn. 54, 55; ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 205 ablehnend für den Wirtschaftsprüfer; GROSS, AG 1999, 199, 201.

130 So für das WpÜG ausdrücklich Begr. Reg zu § 12, BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

rechtlichen Prospekthaftung, Dienstleistungen in Teilbereichen des Übernahmeverfahrens nicht aus.

ccc) Nach ganz überwiegender Meinung schließt dies allerdings nicht aus, dass der Berater darüber hinaus aus allgemeiner Auskunftshaftung nach den Grundsätzen der *culpa in contrahendo* haftet.<sup>131</sup> Voraussetzung für eine Haftung gegenüber Dritten ist allerdings jeweils, dass der Berater, der auf Grund seiner wirtschaftlichen Stellung oder Fachkunde eine Garantenstellung einnimmt, einen Vertrauenstatbestand schafft, der nach außen gegenüber Dritten das Mitwirken am Emissionsprospekt verdeutlicht. Dazu bedarf es einer vertrauensbegründenden Erklärung; die bloße Nennung des Namens im Prospekt reicht noch nicht aus.<sup>132</sup> Auch an einer solchen Erklärung wird es bei der Angebotsunterlage im Zweifel fehlen.

Weil Dritte nicht ausdrücklich per Unterschrift die Verantwortung für die Angebotsunterlage übernehmen müssen, können sie sich Haftungsansprüchen deutlich leichter entziehen als im Rahmen der börsenrechtlichen Prospekthaftung.

bb) Schließlich ließe sich vertreten, die Angebotsunterlage sei nach § 11 WpÜG fehlerhaft, wenn der Bieter nicht eine Mitwirkung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens hinzugezogen und dies entsprechend dokumentiert habe. Die Haftung richtet sich im Unterschied zu der soeben<sup>133</sup> geschilderten Ansicht dann gegen den Bieter und nicht gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

Gegen eine solche Ansicht spricht jedoch der abschließende Charakter der Angebotsangaben, wie sie in § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AngV normiert sind.<sup>134</sup> Ob die Angebotsunterlage vollständig ist, beurteilt sich ausschließlich danach, ob die geforderten Angaben enthalten sind. Die Angebotsunterlage ist nicht schon unvollständig, wenn der Bieter auf die Beiziehung von Dritten verzichtet, sondern erst dann, wenn er die gesetzlich vorgeschriebenen Informationspflichten wegen der fehlenden Beiziehung Dritter nicht mehr erfüllt. Allerdings wäre zu erwägen, ob die Nichthinziehung eines Dritten regel-

131 SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 45, 46 BörsG a.F. Rdn. 55; GROSS, AG 1999, 199, 201 und allgemein oben Fn. 27 f.

132 Auch haftet der Berater dann nur im Umfang seiner Erklärung, nicht aber für den gesamten Prospekt. Ständige Rechtsprechung, z.B. BGHZ 111, 314, 319 f. = WM 1990, 1276; BGH WM 1995, 344 = NJW 1995, 1025; ASSMANN, aaO (Fn. 28), § 7 Rdn. 99; SIOL, aaO (Fn. 84), § 45 Rdn. 35; HOPT, FS Stimpel, 1985, S. 265, 291 f.; SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), §§ 44, 45 BörsG a.F. Rdn. 55.

133 Unter aa).

134 Hierzu ausführlich oben II.2.c)aa).



mäßig die grobe Fährlässigkeit und damit das Verschulden des § 12 Abs. 2 WpÜG begründet.

cc) Im Ergebnis kann *de lege lata* wegen des klaren Wortlautes und der eindeutigen Gesetzesgeschichte in der Regel keine Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 12 WpÜG begründet werden. Auch ist nach jetzigem Recht der Bieter nicht verpflichtet, bei der Erstellung einer Angebotsunterlage ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinzuziehen und das Ergebnis einer solchen Prüfung in der Angebotsunterlage zu veröffentlichen. Würde man der gegenteiligen Ansicht folgen, würde man die Grundlage für eine *neue, bisher systemfremde Haftungsgrundlage* zulasten eines neuen Schuldners schaffen und damit die Grenzen zulässiger Rechtsfortbildung überschreiten. Das gilt ohne weiteres für das veröffentlichte Beratungsergebnis, weil dieses, wie ein Prüfbericht, einen entsprechenden nach außen sichtbaren Vertrauenstatbestand schafft. Aber auch ohne ein veröffentlichtes Beratungs- oder Prüfergebnis wäre die Wahrscheinlichkeit groß, dass findige Rechtsanwälte eine Verpflichtung zur Beratung heranziehen, um zu versuchen, Haftungsansprüche gegenüber dem Berater durchzusetzen. Im Gegensatz zu § 30 Abs. 2 BörsG<sup>135</sup> n. F. und der österreichischen Rechtslage<sup>136</sup> wollte der Gesetzgeber Wertpapierdienstleistungsunternehmen aber nicht zwingend einer Angebotshaftung unterwerfen. Dies lässt sich auch teleologisch begründen: Das eingangs genannte Beschleunigungsargument – Raschheit des Verfahrens –, mit dem für eine Prüfungspflicht argumentiert wurde, führt im Zweifel zur Haftung gegenüber dem Auftraggeber und gegenüber Dritten aus *culpa in contrahendo*.<sup>137</sup> Dieses erhebliche Haftungsrisiko wird den Prüfer zur besonders sorgfältigen und eingehenden Prüfung veranlassen. Die Fristen im Rahmen des Übernahmeverfahrens sind aber so kurz<sup>138</sup>, dass der Berater in dieser engen Zeitspanne die Prüfung nicht immer wird abschließen können. Der vermeintliche Vorteil eines raschen Verfahrens, ja einer Verfahrensbeschleunigung würde bei einer zwingenden Beratungs- oder Prüfungspflicht deutlich relativiert<sup>139</sup> und sogar in sein Gegenteil verkehrt.

135 Siehe oben Fn. 121 f.

136 § 9 Abs. 2 lit. a) ÜBG, aaO (Fn. 13) erwähnt ausdrücklich die Haftpflichtversicherung für den Sachverständigen. Zur Prospektkontrolle nach dem Kapitalmarktgesetz (KMG) siehe KALSS, NZG 1999, 421, 429.

137 Siehe zum österreichischen Recht HAUSMANINGER/HERBST, aaO (Fn. 13), § 9 Rdn. 5, 16 f., § 14 Rdn. 5; KALSS, NZG 1999, 421, 429, Fn. 91.

138 Nach § 10 Abs. 1 und § 11 Abs. 1 WpÜG liegen zwischen der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes, der Übermittlung an die BAFin und der Veröffentlichung maximal vier Wochen plus zehn Tage. Nach § 10 Abs. 1 und § 11 Abs. 1 ÜBG, aaO (Fn. 13) sind es sogar nur zehn Tage plus zehn bis 15 Tage.

139 HAUSMANINGER/HERBST, aaO (Fn. 13), § 9 Rdn. 17.

## 2. Prospektverantwortlichkeit oder Prüfberichte Dritter *de lege ferenda*

Die jetzige Rechtslage erscheint unbefriedigend: Das know how des Beraters wird nur freiwillig hinzugezogen. Dieses Instrumentarium ist zwar flexibel und dient dem raschen Verfahren. Es erhöht aber auch die Wahrscheinlichkeit des Bieters, keinen externen Sachverstand hinzuzuziehen und dann wegen einer unrichtigen Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG zu haften.<sup>140</sup> Selbst wenn Berater hinzugezogen werden, werden sie sich, ähnlich wie bei der Sollvorschrift des Übernahmekodex, auf die Überprüfung der Formalien beschränken<sup>141</sup> und sich regelmäßig von einer Haftung freizuzeichnen versuchen,<sup>142</sup> statt eine Verantwortung zu übernehmen.

### a) Der Prüfungsumfang der BAFin gemäß § 15 WpÜG

Die Angebotsunterlage wird nach jetzigem Recht zwingend nur von der BAFin gemäß § 15 WpÜG geprüft. Schon aus Zeit-<sup>144</sup> und Haftungsgründen wird man nicht erwarten können, dass die BAFin in eine inhaltliche Prüfung des Angebots einsteigt. Für eine sachgerechte Beurteilung von Prognosen und Werturteilen wird der BAFin regelmäßig auch die Sachnähe zum Unternehmen fehlen. Es ist deshalb zu erwarten, dass die BAFin keine weitere materielle Kontrollfunktion ausüben wird, sondern sich die Prüfung auf die formelle Vollständigkeit und offensichtliche Verstöße beschränkt.<sup>145</sup> Im sonstigen Kapitalmarktrecht ist die materielle Prüfungspflicht der Zulassungsstelle beim Börsenhandel mit amtlicher Notierung bzw. der BAFin für Ver-

140 Das SPARTA/Balaton-Übernahmeverfahren hat beispielhaft verdeutlicht, dass von den Beteiligten eines Übernahmeverfahrens wirtschaftliche und juristische Kompetenz in nicht ausreichendem Maße hinzugezogen wird. In concreto prüfte die Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft nur die Sacheinlagen, wohl nicht aber die Angebotsunterlage selbst, siehe ÜBERNAHMEKOMMISSION, aaO (Fn. 2), Übernahmeangebote, Bd. 5.1. 1. Halbjahr 2000, T. 80.

141 So ausdrücklich für Art. 6 des Übernahmekodex GROSS, DB 1996, 1909, 1911; DIEKMANN, WM 1997, 897, 899.

142 Eine Haftungsbeschränkung findet sich beispielweise bei Vodafone/Mannesmann. Goldman Sachs International beriet Vodafone und schloss die Haftung gegenüber Dritten aus, ÜBERNAHMEKOMMISSION, aaO (Fn. 2), Übernahmeangebote, Bd. 5.1. 1. Halbjahr 2000, T. 84.

143 Das BAWe, das BAKred und das BAVer wurden durch das Gesetz vom 22. April 2002, BGBl. I/2002, S. 1310 zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BAFin) zusammengeführt. Zu dieser Problematik siehe HÖHNS, Die Aufsicht über Finanzdienstleister, Kompetenzen, Eingriffsbefugnisse, Neustrukturierung, 2002. Das WpÜG wurde deshalb geändert durch die Verordnung vom 29. April 2002, BGBl. I/2002, S. 1445.

144 Die Prüfungsfrist des BAWe beschränkt sich auf zehn Tage, siehe § 14 Abs. 2 WpÜG.

145 Dazu gehören etwa unzulässige Bedingungen, Abweichen von den gesetzlichen Fristen, siehe GEIBEL/SÜSSMANN, BKR 2002, 52, 56.

kaufsprospekte zum Regelten Markt umstritten. So wird zum Teil nur eine formelle Vollständigkeitsprüfung verlangt,<sup>146</sup> überwiegend aber gefordert, Umstände aus bekannten Quellen zu berücksichtigen und bei begründeten Zweifeln nachzuforschen.<sup>147</sup> Schon wegen der Genehmigungsfiktion des § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG wird die BAFin im Rahmen eines Übernahmeverfahrens aber nicht die Zeit haben, Unklarheiten und Zweifeln nachzugehen.<sup>148</sup> Es ist deshalb davon auszugehen, dass die BAFin den Bieter nicht zur Prospekt-ergänzung auffordern wird, wenn es der Meinung ist, der vorliegende Angebotsentwurf würde dem Anleger eine Meinungsbildung über das Angebot in nicht ausreichendem Maße ermöglichen.<sup>149</sup>

### b) Änderung des WpÜG de lege ferenda

Im Ergebnis bleibt damit der Prüfungsumfang der BAFin noch hinter der Prüfung im Rahmen des BörsG und des VerkProspG zurück. Während beim Börsenprospekt und Verkaufsprospekt die Banken jeweils zu den Prospekt-erlassern gehören und kompetente Ansprechpartner gegenüber der Zulassungsstelle bzw. der BAFin darstellen, fehlen diese im Rahmen des Übernahmeverfahrens. Es ist zu befürchten, dass die Haftungsnorm des § 12 WpÜG keine ausreichende abschreckende Wirkung erzielen wird.

Das WpHG soll nach dem Willen des Gesetzgebers das reibungslose Funktionieren des Kapitalmarktes sicherstellen, um das Vertrauen in die Kapitalmärkte zu schützen.<sup>150</sup> Auch das WpÜG möchte den Finanzmarkt Deutschland stärken und betont hierfür ausdrücklich die Gewährleistung umfassender Information und Transparenz.<sup>151</sup> Schon um zu verhindern, dass die

146 Begr. RegE Drittes Finanzmarktförderungsgesetz zu § 8a, BR-Drucks. 13/8933, S. 87; GRIMME/RITZ, WM 1998, 2091, 2092.

147 VON ROSEN, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl., 1997, § 2 Rdn. 156, 176; SCHÄFER/HAMANN, aaO (Fn. 38), § 36 BörsG Rdn. 29; § 8a VerkProspG Rdn. 4.

148 Ohne diese Begründung im Ergebnis für widersprüchliche Angaben auch GEIBEL/SÜSSMANN, BKR 2002, 52, 56.

149 So aber die Praxis im Rahmen des § 30 BörsG n.F., siehe VON ROSEN, aaO (Fn. 147), § 2 Rdn. 156.

150 Die Erwägungsgründe 2, 32, 41 und 42 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie 93/22/EWG vom 10. Mai 1993, ABl. Nr. L 141, 27 vom 11. Juni 1993 betonen diese doppelte Zielrichtung. Dass der deutsche Gesetzgeber den Anlegerschutz als Mittel zur Verbesserung der Funktionstüchtigkeit und Attraktivität des deutschen Finanzplatzes sieht, ist insoweit unschädlich (Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, Allgemeiner Teil, BT-Drucks. 12/6679, S. 33). Zu den verschiedenen Funktionen des Anlegerschutzes siehe auch MÖLLERS, ZGR 1997, 334 ff.

151 Begr. Reg BT-Drucks. 14/7034, S. 1.

Beteiligten ökonomisch nicht effizient handeln,<sup>152</sup> und sicherzustellen, dass die Entscheidungen der einzelnen Beteiligten der Zielgesellschaft auf einer zutreffenden Grundlage basieren,<sup>153</sup> muss ein Minimum an Kompetenz auf Seiten des Bieters und der Zielgesellschaft vorhanden sein. *De lege ferenda* sollte man deshalb eine zwingende Beratungspflicht, wie in der ursprünglichen Fassung des § 14 WpÜG-DE vorgesehen, aufnehmen. Ein Prüfbericht schafft eine zusätzliche Informationsgrundlage für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Daneben scheint es sinnvoll, wie im BörsG die Verantwortlichkeit des Beraters dadurch sicherzustellen, dass dieser die Angebotsunterlage unterschreibt.

### 3. Die Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für Barangebote

#### a) Alternative: Finanzierungsbestätigung für Bar- und Tauschangebote

Nach § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG hat der Bieter die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zur Verfügung stehen. Denn für die Übernahme ist von entscheidender Bedeutung, dass der Bieter den Erwerb der Wertpapiere der Zielgesellschaft finanzieren kann. Folglich findet sich dieser Grundsatz auch im englischen<sup>154</sup>, österreichischen<sup>155</sup>, schweizerischen<sup>156</sup> und europäischen<sup>157</sup> Recht. Bei Geldleistungen hat nach Satz 2 ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu *bestätigen*, dass der Bieter alle notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zur Verfügung stehen. Für den Fall, dass der Bieter die Geldleistung nicht erbringen kann, haftet auch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 13 Abs. 2 WpÜG. Diese *Finanzierungszusage* war im Diskussionsentwurf noch nicht auf Geldleistungen beschränkt<sup>158</sup>, sondern umfasste allgemein alle notwendigen Mittel. Auch

152 Zur Senkung von Transaktionskosten als Ziel kapitalmarktrechtlicher Regelungen siehe ASSMANN, aaO (Fn. 56), S. 29 ff, 280 f, 284 f; HOPT, ZGR 1991, 17, 23 ff; JÜNGST MERKT, Unternehmenspublizität, 2001, S. 306 ff.

153 Hierzu oben II.1.b).

154 Rule 2.5 des City Code.

155 § 4 Ziff. 1 ÜbG, aaO (Fn. 13).

156 Art. 24, 28 lit. b) BEHG i.V.m. Art. 20 Abs. 1 UEV-UEK, aaO (Fn. 14).

157 Art. 3 Abs. 1 lit. e) Gemeinsamer Standpunkt, aaO (Fn. 5).

158 Siehe § 15 Abs. 1 S. 2 WpÜG-DiskE, aaO (Fn. 6).

im österreichischen<sup>159</sup> und schweizerischem<sup>160</sup> Recht ist eine solche Beschränkung auf Geldleistungen nicht vorgesehen.

#### b) Bewertung

Eine Beschränkung der Rolle des Wertpapierdienstleistungsunternehmens auf die Finanzierungszusage von Geldleistungen ist fraglich. Zwar kann das Wertpapierdienstleistungsunternehmen unmittelbar nur über die Geldleistung eine Zusage abgeben, da es sich einen Überblick über die Refinanzierungsmöglichkeiten verschaffen kann. Ob durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, wie beispielsweise eine Kapitalerhöhung, Wertpapiere des Bieters zur Verfügung gestellt werden können, kann primär nur die Bietergesellschaft selbst entscheiden – das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat keinen unmittelbaren Einblick in die gesellschaftsrechtlichen Beziehungen des Unternehmens.

Würde man *de lege ferenda* eine solche Zusage generell auf die notwendigen Mittel erstrecken, würden schwierige Abgrenzungsprobleme entfallen.<sup>161</sup> Im Ergebnis würde man das Wertpapierdienstleistungsunternehmen aber wiederum in die Rolle eines *prüfenden Dritten* versetzen. Eine solche Aufgabe wurde oben bereits ausführlich diskutiert.

#### IV. Thesen

1. Das allgemeine Transparenzgebot des § 3 Abs. 2 WpÜG sichert das Vertrauen und die Entscheidungsfreiheit des Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft. Es wird durch zahlreiche Normen des WpÜG konkretisiert. Dabei kommt der Angebotsunterlage als Primärquelle für die Fakten und Daten der Gesellschaft des Bieters eine besondere Bedeutung zu. Die Haftung wegen einer fehlerhaften Angebotsunterlage kann sich nicht auf Vorbilder in anderen Rechtsordnungen stützen; sie orientiert sich an § 45 BörsG und § 13 VerkProspG.

2. Es ist deshalb zu prüfen, in welchem Umfang die Auslegungsergebnisse dieser Normen auf das WpÜG übertragen werden können. Eine Haftung nach § 12 WpÜG besteht nur, soweit wesentliche Angaben in der Angebots-

<sup>159</sup> Siehe § 9 Abs. 1 S. 3 letzter HS ÜbG, aaO (Fn. 13).

<sup>160</sup> Art. 20 Abs. 1 UEV-UEK, aaO (Fn. 14).

<sup>161</sup> So fragt sich beispielsweise, ob das Wertpapierdienstleistungsunternehmen haftet, wenn der Bieter die Finanzierung durch einen Eigenanteil sicherzustellen versucht.

unterlage fehlerhaft sind. Wesentlich sind Angaben, wenn sie die *essentialia negotii* der offerierten Transaktion unmittelbar beeinflussen. Die Grundsätze der Anlagestimmung lassen sich auf die Widerlegung der Kausalitätsvermutung im Rahmen des § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG übertragen.

3. Obwohl der Gesetzgeber im Gegensatz zur BörsZulV und dem VerkProspG auf eine entsprechende Regelung verzichtet hat, besteht eine Pflicht zur Berichtigung und Aktualisierung der Angebotsunterlage, um dem Transparenzgebot gerecht zu werden. Die Aktualisierungspflicht besteht gegenüber dem jeweiligen Aktionär bis zur Annahme des Angebots. Sie kann nicht im Wege des einstweiligen Rechtsschutzes durchgesetzt werden.

4. Im Gegensatz zum BörsG und zum VerkaufsProspG sind die Angaben der Angebotsunterlage im WpÜG grundsätzlich abschließend. Das Barangebot hat nicht das Ziel, den potentiellen Erwerber in allen Einzelheiten über das Unternehmen des Bieters zu informieren. Es kann sich beschränken auf die Angebotskonditionen und vor allem die Umstände, die wesentlich für die *essentialia negotii* des Barangebotes sind. Bei einem Tauschangebot besteht ein Interesse des Wertpapierinhabers, nicht nur über die zukünftige, sondern auch über die bisherige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters informiert zu werden, damit sich der künftige Inhaber der Wertpapiere des Bieters, wie bei § 7 VerkProspG, ein zutreffendes Bild über den Bieter machen kann; genau dies regelt § 2 Nr. 2 WpÜG-AngV.

5. Weil nach § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 und 2 WpÜG auf die erwartete Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters sowie die künftige Geschäftsentwicklung des Bieters einzugehen ist, wird der Bieter auch Prognosen, Chancen und Risiken darzustellen haben. Haftungsrechtlich relevant können schönfärbende Übertreibungen und verschwiegene Risiken sein, wenn sie den Gesamteindruck verfälschen. Nach § 11 Abs. 1 Satz 3 WpÜG muss die Angebotsunterlage in einer Form abgefasst sein, die ihr Verständnis und ihre Auswertung erleichtert. Hier wird man vom Adressaten eine durchschnittliche Sachkunde erwarten können.

6. Die Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen gemäß § 12 WpÜG geht den gesellschaftsrechtlichen Schutzbestimmungen der §§ 57 und 71 AktG vor.

7. Nach englischem, österreichischem und schweizerischem Recht müssen sich Bieter und Zielgesellschaft im Rahmen des Übernahmeverfahrens beraten lassen. In Österreich und der Schweiz muss ein Sachverständiger darüber hinaus die Vollständigkeit und Gesetzmäßigkeit der Angebotsunterlage prüfen, einen schriftlichen Bericht erstellen und das Ergebnis seiner Prüfung in einer abschließenden Bestätigung zusammenfassen.



8. Wegen des klaren Wortlautes und der eindeutigen Gesetzesgeschichte kann de lege lata in der Regel keine Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 12 WpÜG für eine fehlerhafte Angebotsunterlage begründet werden. Auch ist nach jetzigem Recht der Bieter nicht verpflichtet, bei der Erstellung einer Angebotsunterlage ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinzuziehen und das Ergebnis einer solchen Prüfung in der Angebotsunterlage zu veröffentlichen. Würde man der gegenteiligen Ansicht folgen, würde man die Grundlage für eine neue, bisher systemfremde Haftungsgrundlage schaffen und damit die Grenzen zulässiger Rechtsfortbildung überschreiten.

9. Für eine sachgerechte Beurteilung von Prognosen und Werturteilen wird dem BAWe regelmäßig auch die Sachnähe zum Unternehmen fehlen. Es ist deshalb zu erwarten, dass das BAWe keine weitere materielle Kontrollfunktion ausüben wird, sondern sich die Prüfung auf die formelle Vollständigkeit und offensichtliche Verstöße beschränkt.

10. Sollte sich aber in den nächsten Jahren zeigen, dass von den Beteiligten eines Übernahmeverfahrens wirtschaftliche und juristische Kompetenz in nicht ausreichendem Maße hinzugezogen wird, und sollte auch die Haftungsnorm des § 12 WpÜG keine ausreichende abschreckende Wirkung erzielen, wird das WpÜG zu novellieren sein. Schon um zu verhindern, dass die Beteiligten ökonomisch nicht effizient handeln, und um sicherzustellen, dass die Entscheidungen der einzelnen Beteiligten der Zielgesellschaft auf einer zutreffenden Grundlage basieren, muss ein Minimum an Kompetenz auf Seiten des Bieters und der Zielgesellschaft vorhanden sein. *De lege ferenda* sollte man deshalb eine zwingende Beratungspflicht, wie in der ursprünglichen Fassung des § 14 WpÜG-DE, aufnehmen. Ein Prüfbericht schafft eine zusätzliche Informationsgrundlage für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Daneben scheint es sinnvoll, wie im BörsG die Verantwortlichkeit des Wertpapierdienstleistungsunternehmens dadurch sicherzustellen, dass dieses die Angebotsunterlage unterschreibt.

11. Die Finanzierungszusage des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG umfasst Geldleistungen, nicht aber auch Wertpapiere des Bieters als Gegenleistung. Erstreckt man de lege ferenda eine solche Zusage auch auf die Wertpapiere des Bieters, würde man das Wertpapierdienstleistungsunternehmen wiederum in die Rolle eines prüfenden Dritten versetzen.

## Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationsverbots

von

Professor DR. HEINZ-DIETER ASSMANN, LL.M., Tübingen

### Inhaltsübersicht

ZGR 2002, 697–727

I. Einleitung und Fragestellung . . . . .	697
II. Übernahmeangebote und Insiderrecht . . . . .	700
1. Differenzierung nach Angebotsphasen . . . . .	700
2. Planungsphase . . . . .	700
3. Vorangebotsphase und Angebotsphase . . . . .	709
4. Pflichtangebote . . . . .	711
III. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 15, 21 ff WpHG . . . . .	711
1. Ad hoc-Veröffentlichungspflichten . . . . .	711
2. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderung des Stimmrechtsanteils an der Zielgesellschaft. . . . .	716
IV. Haftung für die Angebotsunterlage . . . . .	717
V. Marktverzerrungs- und Manipulationsverbot . . . . .	721
VI. Zusammenfassung . . . . .	726

### I. Einleitung und Fragestellung

Mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)<sup>1</sup> wurde den Gesetzen, die der Modernisierung des deutschen Kapitalmarkts und der Schaffung eines eigenständigen Rechts zur Ordnung der Kapitalmärkte dienen, ein weiteres hinzugefügt, das sich mit der Regelung von Übernahmeangebotsverfahren befasst und in dessen Mittelpunkt die Schaffung eines marktlichen Verfahrens zur Erlangung der Kontrolle über ein Unternehmen mittels öffentlichen Angebots zum Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft

<sup>1</sup> Art. 1 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. Dezember 2001, BGBl. I/2001, S. 3822.