

§ 13 Finanzierung des Angebots

Thomas M. J. Möllers

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2010. "§ 13 Finanzierung des Angebots." In *Kölner Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, edited by Heribert Hirte and Christoph von Bülow, 2. Auflage, 488–519. Köln: Carl Heymanns Verlag.



§ 13 Finanzierung des Angebots

(1) ¹Der Bieter hat vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage die notwendigen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen. ²Für den Fall, dass das Angebot als Gegenleistung die Zahlung einer Geldleistung vorsieht, ist durch ein vom Bieter unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen schriftlich zu bestätigen, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung zur Verfügung stehen.

(2) Hat der Bieter die nach Absatz 1 Satz 2 notwendigen Maßnahmen nicht getroffen und stehen ihm zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung aus diesem Grunde die notwendigen Mittel nicht zur Verfügung, so kann derjenige, der das Angebot angenommen hat, von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das die schriftliche Bestätigung erteilt hat, den Ersatz des ihm aus der nicht vollständigen Erfüllung entstandenen Schadens verlangen.

(3) § 12 Abs. 2 bis 6 gilt entsprechend.

Übersicht	Rdn.		Rdn.
I. Grundlagen	1	§ 9 Abs. 1 Satz 3; § 14 ÜbG	26
1. Regelungsgegenstand und Normzweck	1	c) Art. 24, 25, 28 schweizerisches Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel	27
2. Gesetzesgeschichte	6		
a) Deutscher Hintergrund	6	5. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> – zwingende Hinzuziehung sach- verständiger Dritte im Übernahmeverfahren	28
b) Europäischer Hintergrund	11	a) Gesetzgebungsgeschichte/ Rechtsvergleichende Über- legungen	28
3. Systematische Stellung	14	b) Keine Pflicht zur Beratung und Prüfung von Bieter und Zielgesellschaft <i>de lege lata</i>	29
a) Verhältnis zu §§ 11, 12	14	aa) Gründe, die für eine Bera- tung bzw. Prüfung spre- chen	29
b) Verhältnis zu § 14 Abs. 1 Satz 3	15	bb) Dogmatische Begrün- dungsversuche <i>de lege lata</i>	31
c) Verhältnis zur Prüfung durch Dritte	16	cc) Grenzen der Rechtsfort- bildung – Verzicht auf zwingende Beratungs- pflicht oder Prüfbericht <i>de lege lata</i>	36
aa) Beratung durch unabhän- gige Sachverständige	16	c) Prospektverantwortlichkeit oder Prüfberichte Dritter <i>de lege ferenda</i>	37
bb) Prüfung durch die BaFin gem. § 15	17		38
d) Verhältnis zu § 27a WpHG n. F.	18		39
4. Ausländisches Recht	19		40
a) General Principle P 3, Rule 1c, 2.5 des britischen City Code	19		41
aa) Sicherstellung der Finan- zierung	20		42
bb) Finanzierungsbestätigung	21		43
cc) Beratungspflicht durch Dritte	22		44
dd) Mitwirkungsverbot eines abhängigen Dritten	23		45
b) §§ 4 Nr. 1, 9 Abs. 1, 22 Abs. 5 österreichisches Übernahmever- gesetz	24		46
aa) Sicherstellung der Finan- zierung des Angebotes	25		47
bb) Prüfbericht und Beratung eines Sachverständigen,			48
		II. Pflichten gem. § 13 Abs. 1	
		1. Sicherstellung der Finanzierung des Angebots	
		a) Mittel, die bei der Übernahme zur Verfügung stehen müssen	
		aa) Anwendungsbereich	
		bb) Geldleistung (<i>cash offer</i>)	

	Rdn.		Rdn.
(1) Maßnahmen der Eigenkapitalbeschaffung	41	<i>lege lata und de lege ferenda</i>	67
(2) Maßnahmen der Fremdkapitalbeschaffung	42	cc) Bestätigung bei einem Barangebot, dass Eigen- und Fremdmittel umfasst	69
(a) <i>Leveraged Buy Out</i>	43	c) Aussteller der Finanzierungsbestätigung	70
(b) Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit des <i>Leveraged Buy Out</i>	44	aa) Durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen	70
(aa) Verstoß gegen §§ 57, 71a AktG?	44a	(1) Beschränkung auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen des EWR	70
(bb) Konzernierung der Zielgesellschaft	45	(2) Finanzierungsbestätigung von Kreditinstituten gem. § 1 Abs. 1 KWG	73
(cc) Verschmelzungsmodell (zweistufiges Modell)	46	bb) Unabhängig vom Bieter	75
(c) <i>Leveraged Buy Out</i> als sichere Finanzierungsform?	48	(1) Regelungszweck	75
cc) Aktien als Sachleistung (<i>exchange offer</i>)	49	(2) Abhängigkeit zwischen Unternehmen	76
b) Zur vollständigen Erfüllung des Angebots	52	(3) Abhängigkeiten durch Mitarbeit im Aufsichtsrat des Bieters	77
aa) Finanzierung einer hundertprozentigen Annahemequote	52	(4) Rein wirtschaftliche Abhängigkeit	79
bb) Keine Angebotsverbesserungen	53	d) Art und Umfang der Finanzierungsbestätigung	80
cc) Ablösung von Verbindlichkeiten	54	aa) Schriftliche Finanzierungsbestätigung	80
c) Ergreifen der notwendigen Maßnahmen	55	bb) Die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel auf die Geldleistung stehen zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs zur Verfügung	81
aa) Geldleistungen	56	(1) Unzulässigkeit einer Bedingung	81
bb) Tauschangebot	57	(2) Zweite Finanzierungsbestätigung und Erhöhung des Angebotes gem. § 21	82
d) Vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage	58	(3) Zweite Finanzierungsbestätigung und Erwerb von Aktien während des Angebotsverfahrens (§ 31 Abs. 3 Nr. 2)	83
e) Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung	60	(4) Nachbesserung	84
f) Rechtsfolgen bei unzureichender Finanzierung des Angebots durch den Bieter	62		
2. Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 13 Abs. 1 Satz 2	63		
a) Rechtsqualität der Finanzierungsbestätigung als Kapitalmarktinformation	63		
b) Zahlung einer Geldleistung als Gegenleistung	65		
aa) Zahlung einer Geldleistung	65		
(1) Eigene Mittel	65		
(2) Fremdmittel – Differenzierung zwischen Innenverhältnis und Außenverhältnis	66		
bb) Keine Erweiterung der Finanzierungsbestätigung auf Tauschangebote <i>de</i>			
		III. Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens aufgrund der Finanzierungsbestätigung gem. § 13 Abs. 2, 3	85
		1. Parteien	85
		a) Anspruchsteller	85
		b) Anspruchsgegner	86
		2. Fehlende Geldleistung	87
		a) Kein Abstellen auf die	

	Rdn.		Rdn.
Unrichtigkeit der Finanzierungsbestätigung	87	dem Fehlen der notwendigen Mittel	91
b) Bieter hat notwendige Maßnahmen nach § 13 Abs. 1 Satz 2 nicht getroffen	89	a) Begründung der Kausalität	91
c) Bieter stehen die im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung notwendigen Mittel nicht zur Verfügung	90	b) Fehlen der Kausalität	94
3. Kausalität zwischen dem Nicht-ergreifen der Maßnahmen und		4. Schadenersatz wegen der nicht vollständigen Erfüllung des Angebots	96
		a) Positives Interesse	96
		b) Bar- und Tauschangebot	97
		c) Maßgeblicher Zeitpunkt	98
		5. Verweis auf § 12 Abs. 2–6 WpÜG (§ 13 Abs. 3)	100

Schrifttum

Ralf Becker Gesellschaftsrechtliche Probleme der Finanzierung von Leveraged-Buy-Outs, DStR 1998, S. 1429–1434; Carsten Berrar Die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG, ZBB 2002, S. 174–185; Holger Fleischer Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs und Leveraged Buy-out – § 71a AktG im Lichte italienischer Erfahrungen, AG 1996, S. 494–507; Alexander Georgieff/Markus Hauptmann Die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG: Rechtsfragen im Zusammenhang mit fremdfinanzierten öffentlichen Barangeboten, AG 2005, S. 277–284; Wolfgang Groß Übernahmekodex für öffentliche Übernahmeangebote: Anerkennung und Rolle der begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen, DB 1996, S. 1909–1914; Franz Häuser Die Finanzierungsbestätigung nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG, in: FS Hadding (2004), S. 833–862; Uwe Hamann Die Angebotsunterlage nach dem WpÜG – ein praxisorientierter Überblick, ZIP 2001, S. 2249–2257; Klaus E. Herkenroth Bankenvertreter als Aufsichtsratsmitglieder von Zielgesellschaften: Zur beschränkten Leistungsfähigkeit des Rechts bei der Lösung von Interessenkonflikten anlässlich der Finanzierung von Unternehmensübernahmen, AG 2001, S. 39–40; Florian Holzner Private Equity, der Einsatz von Fremdkapital und Gläubigerschutz (2009); Klaus J. Hopt Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapier- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002), S. 383–406; Tobias Klass Der Buy-Out von Aktiengesellschaften, Diss. Baden-Baden (2000); Marcus Lutter/Henning W. Wahlers Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 1989, S. 1–17; Thomas M. J. Möllers, Verfahren, Pflichten und Haftung, insbesondere der Banken, bei Übernahmeangeboten, ZGR 2002, S. 664–696; Ulrich Noack Fragen der Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, in: FS Hadding (2004), S. 991–1005; Hans Jochen Otto Fremdfinanzierte Übernahmen, – gesellschafts- und steuerrechtliche Probleme des Leveraged-Buy-Out, DB 1989, S. 1389–1396; Martin Pelzer Die Rolle der Banken bei Unternehmensveräußerungen, ZIP 1991, S. 485–493; Markus Pfüller/Sabine Detweiler Die Haftung der Banken bei öffentlichen Übernahmen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BKR 2004, S. 383–389; Sorika Pluskat Rückwerb eigener Aktien nach dem WpÜG – auch offiziell kein Anwendungsfall mehr, NZG 2006, S. 731–733; Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG, ZIP 2002, S. 1421–1430.

I. Grundlagen¹

1. Regelungsgegenstand und Normzweck

- § 13 möchte sicherstellen, dass der Bieter über die notwendigen Mittel verfügt, um eine Übernahme zu finanzieren. Die Finanzierung des Angebots durch den Bieter ist von entscheidender Bedeutung **für das Gelingen der Übernahme**,² denn ohne eine ausreichende Finanzierung ist jede Übernahme zum Scheitern verurteilt. Die Finanzierung muss schon vor Abgabe eines Angebotes sichergestellt sein, um zu verhindern, dass durch unseriöse Angebote Marktverzerrungen gem. § 3 Abs. 5 auftreten. Die Vorschrift schützt damit die Aktionäre der Zielgesellschaft, weil die Werthaltigkeit der angebotenen Gegenleistung sichergestellt wird und damit auch unseriöse

1 Ich danke Herrn wiss. Mit. Dr. Florian Holzner LL.M. für seine tatkräftige Unterstützung.
2 Bgr RegE zu § 13.

Angebote verhindert werden.³ Dieser Gesetzeszweck gilt allerdings erst ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage.⁴

Die Sicherstellung der Finanzierung findet sich als Grundsatz auch im **englischen**⁵, **österreichischen**⁶, **schweizerischen**⁷ und **europäischen**⁸ Recht. In Österreich wurde die Sicherstellung der Finanzierung sogar zum allgemeinen Grundsatz erhoben. Der Bieter hat die Finanzierung unabhängig davon sicherzustellen, ob er die Übernahme in Form einer Geld- oder Sachleistung durchführen möchte. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Finanzierung ist die Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung.

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.

Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen **haftet**, wenn die Geldleistung im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs nicht zur Verfügung steht. Im Ergebnis wird das Barangebot als ein Mittel einer Übernahme für den Bieter weniger attraktiv als ein Sachangebot, weil sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die potentielle Haftung durch eine hohe Prämie bezahlen lassen wird.⁹ Der Anspruch gegen den Bieter aus § 12 wird erweitert, weil nun auch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 13 Abs. 2 haftet.¹⁰ Mit einem Verweis auf § 12 Abs. 2–6 in § 13 Abs. 3 wird die Haftungsnorm konkretisiert.

§ 13 gilt, wie § 39 verdeutlicht, auch für Pflichtangebote. Über die Notwendigkeit, sachverständige Dritte bei einem Übernahmeverfahren hinzuzuziehen, enthält das WpÜG, insbesondere die jetzige Fassung des § 13 keine Regelung (hierzu unten Rdn. 28–37).

2. Gesetzesgeschichte

a) **Deutscher Hintergrund.** Nach § 6 **Übernahmekodex** sollte der Bieter für die Übernahme den Sachverständigen Dritter hinzuziehen. § 6 **Übernahmekodex** lautete: »Der Bieter soll für die Vorbereitung und Abwicklung des Angebots ein Unternehmen hinzuziehen, das zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im Sinne der EG-Richtlinie zugelassen ist. Dieses Unternehmen soll seinen Sitz oder eine Niederlassung in einem Mitgliedstaat haben.« Allerdings sollte das Wertpapierdienstleistungsunternehmen das Angebot des Bieters nur unter formalen, nicht unter inhaltlichen Aspekten prüfen müssen.¹¹

³ Krause NZG 2000, 905, 908; Liebscher NZG 2001, 853, 863; Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 1.

⁴ Zu dem Zeitraum davor und insbesondere § 14 Abs. 1 Satz 3s. unten Rdn. 15.

⁵ Rule 2.5 des City Code, Rdn. 20.

⁶ § 4 Ziff. 1 ÜbG, Rdn. 15.

⁷ Art. 24, 28 lit. b) BEHG i. V. m. Art. 20 Abs. 1 UEV-UEK, Rdn. 22.

⁸ Art. 3 Abs. 1 lit. e) Gemeinsamer Standpunkt, Rdn. 12.

⁹ Land DB 2001, 1707, 1710; Thaeter/Barth NZG 2001, 545, 548.

¹⁰ DiskE zu § 15, S. 110.

¹¹ Groß DB 1996, 1909, 1911; Diekmann WM 1997, 897, 899.

- 7 Der **Diskussionsentwurf** enthielt gegenüber der jetzigen Fassung drei wesentliche Unterschiede.

Nach § 15 DiskE bezog sich die Finanzierungsbestätigung auf Geld- und Sachleistungen. In den persönlichen Anwendungsbereich fielen neben Wertpapierdienstleistungsunternehmen auch Wirtschaftsprüfer. Mit § 15 DiskE wollte man Art. 3 Abs. 1 lit. e) des Gemeinsamen Standpunktes der gescheiterten Übernahme-RL umsetzen.¹²

- 8 Die Finanzierung musste schon **vor der Veröffentlichung** der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes und nicht erst vor der Veröffentlichung des Angebotes sichergestellt sein.
- 9 Darüber hinaus sah ein eigener § 14 DiskE eine umfangreiche **Beratung durch Dritte** vor.¹³ § 14 DiskE lautete im Original: »¹Der Bieter und die Zielgesellschaft haben bei der Vorbereitung und Durchführung einer Übernahme einen geeigneten Berater hinzuzuziehen. ²Das Bundesaufsichtsamt kann von der Pflicht nach Satz 1 befreien, sofern der Bieter oder die Zielgesellschaft nachweisen, dass sie über ausreichende Kenntnisse auf dem Gebiet von Übernahmen verfügen.«
- 10 Der **Referentenentwurf** enthielt schon die jetzige Fassung des Gesetzestextes. Damit muss der Bieter über die notwendigen Mittel erst zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs verfügen können. Auch umfasst die Finanzierungszusage des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nur Geldleistungen. § 14 DiskE, der eine umfangreiche Beratung durch Dritte vorsah, wurde im Referentenentwurf ohne weitere Begründung gestrichen (zur Bewertung unten Rdn. 28–37).
- 11 **b) Europäischer Hintergrund.** Der erste Entwurf einer Übernahme-RL vom 19. 1. 1989¹⁴ sah in seiner ursprünglichen Fassung in Art. 9 noch vor, dass der Bieter sich im Übernahmeverfahren vertreten lassen müsse. Bereits in dem geänderten Entwurf einer Übernahme-RL vom 14. 9. 1990 wurde diese Vertretungskonstruktion fallengelassen. Im Jahre 1996 kam es zu einem weiteren Vorschlag, der dann in einem gemeinsamen Standpunkt mündete. Auf zwei Besonderheiten sei hingewiesen:
- 12 Auch in der im **Mai 2004 in Kraft getretenen Fassung** der Richtlinie findet die Regelung der Finanzierungsbestätigung, § 13 WpÜG, **keine exakte Entsprechung**. So stellt die Richtlinie in Art. 3 Abs. 1 lit. e) lediglich den Grundsatz auf, dass vom Bieter bereits vor der Ankündigung eines Angebots sicherzustellen ist, dass er eine als Gegenleistung angebotene Barzahlung in vollem Umfang leisten kann: »Ein Bieter hat vor der Ankündigung eines Angebots sicherzustellen, dass er die gegebenenfalls als Gegenleistung gebotenen Barzahlungen in vollem Umfang leisten kann, und alle gebotenen Maßnahmen zu treffen, um die Erfüllung aller sonstigen Arten von Gegenleistungen zu garantieren.«¹⁵

¹² Pöttsch/Möller WM 2000, Beil. 2, 1, 8.

¹³ S. hierzu *Land/Hasselbach* DB 2000, 1747, 1749.

¹⁴ Vorschlag für eine 13. Richtlinie auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote v. 19. 1. 1989, ABl. 1989 Nr. C 64, 8 ff.; hierzu *Groß* DB 1996, 1909, 1913.

¹⁵ Nach Ansicht von Pöttsch/Möller WM 2000, Beil. 2, 1, 8 setzt § 15 DiskE diese Fassung um: das ist insoweit unrichtig, als § 15 sich nicht nur auf Barangebote beschränkte, sondern auch Sachleistungen umfasste.

Zudem sieht der Richtlinienentwurf **keine eigenen Sanktionen** vor, sondern überlässt diese gem. Art. 12 den Mitgliedstaaten. Nach Art. 12 Satz 2 müssen diese Sanktionen so weit gehen, dass sie einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Vorschriften der Übernahme-RL darstellen. Dies müssen nicht zivilrechtliche, sondern können auch öffentlich-rechtliche oder strafrechtliche Sanktionen sein. 13

3. Systematische Stellung

a) Verhältnis zu §§ 11, 12. § 12 kann in zweierlei Hinsicht relevant werden. Zum einen verpflichtet § 11 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 den Bieter, in der Angebotsunterlage über Art und Höhe der für die Wertpapiere der Zielgesellschaft gebotenen Gegenleistung zu informieren. Zum anderen muss der Bieter auch die Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 mitteilen. Die Informationspflichten des § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 werden von einem für die Finanzierung Verantwortlichen verschärft. Sollte die Finanzierungsbestätigung unrichtig sein, haftet der Bieter gem. § 12. 14

b) Verhältnis zu § 14 Abs. 1 Satz 3. Der eingangs genannte Gesetzeszweck, Marktverzerrungen dadurch zu vermeiden, dass die vollständige Finanzierung des Angebots sichergestellt ist, **gilt erst** ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Vorher kann der Bieter bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gem. § 14 Abs. 1 Satz 3 eine Fristverlängerung beantragen, um beispielsweise einen entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss herbeizuführen. 15

c) Verhältnis zur Prüfung durch Dritte. aa) Beratung durch unabhängige Sachverständige. Wie noch zu zeigen sein wird, lässt sich nach der hier vertretenen Ansicht *de lege lata* keine zwingende Beratungspflicht sachverständiger Dritter begründen (unten Rdn. 29–36). 16

bb) Prüfung durch die BaFin gem. § 15. Die Angebotsunterlage wird nach jetzigem Recht zwingend nur von der BaFin gem. § 15 geprüft. Nach dessen klarem Wortlaut hat die BaFin **nur die Unvollständigkeit und offensichtliche Mängel** festzustellen, § 15 Abs. 1 Nr. 1 und 2.¹⁶ Auch im sonstigen Kapitalmarktrecht ist die materielle Prüfungspflicht der Zulassungsstelle beim Börsenhandel mit amtlicher Notierung bzw. der BaFin für Verkaufsprospekte zum Geregelten Markt stark eingeschränkt. So wird zum Teil nur eine formelle Vollständigkeitsprüfung verlangt,¹⁷ überwiegend aber gefordert, zumindest Umstände aus bekannten Quellen zu berücksichtigen und bei begründeten Zweifeln nachzuforschen.¹⁸ Diese beschränkte inhaltliche Prüfungspflicht ist auch sachgerecht. Schon aus Zeit-¹⁹ und Haftungsgründen wird man nicht erwarten können, dass die BaFin eine vertiefte inhaltliche Prüfung des Angebots vornimmt. Für eine sachgerechte Beurteilung von Prognosen und Werturteilen fehlt der BaFin regelmäßig auch die Sachnähe zum Unternehmen. 17

¹⁶ Dazu gehören etwa unzulässige Bedingungen, Abweichen von den gesetzlichen Fristen, s. Geibel/Süßmann BKR 2002, 52, 56; Geibel/Süßmann/Geibel/Grobys/Angerer² § 15 Rdn. 18.

¹⁷ Begr RegE 3. FFG zu § 8a, BR-Drucks. 13/8933 S. 87; Grimme/Ritz WM 1998, 2091, 2092.

¹⁸ Schäfer/Hamann² § 30 BörsG Rdn. 58.

¹⁹ Die Prüfungsfrist der BaFin beschränkt sich auf zehn Tage, s. § 14 Abs. 2 WpÜG.

Wegen der Genehmigungsfiktion des § 14 Abs. 2 Satz 1 wird die BaFin im Rahmen eines Übernahmeverfahrens nicht die Zeit haben, Unklarheiten und Zweifeln nachzugehen.²⁰ Die BaFin kann daher **keine materielle Kontrollfunktion** ausüben, sondern muss ihre Prüfung auf die formelle Vollständigkeit und offensichtliche Verstöße beschränken.

- 18 **d) Verhältnis zu § 27a WpHG n. F. Das Risikobegrenzungs-gesetz** hat mit der Einführung des § 27a WpHG die Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen **verschärft**²¹: So haben Aktionäre, welche mindestens 10 % der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft halten, u. a. anzugeben, ob es sich um **Eigen- oder um Fremdmittel** handelt, welche der Meldepflichtige zum Erwerb der Stimmrechte aufgenommen hat, § 27a Abs. 1 Satz 4 WpHG. Der Gesetzgeber hat im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens allerdings begrüßenswerterweise in § 27a Abs. 1 Satz 5 WpHG klargestellt, dass eine Mitteilungspflicht nach § 27a Abs. 1 WpHG **nicht besteht**, wenn der Schwellenwert auf Grund eines Angebots im Sinne des § 2 Abs. 1 WpÜG erreicht oder überschritten wurde. Eine Doppelung von Finanzierungsbestätigungen wird somit vermieden.

4. Ausländisches Recht

- 19 **a) General Principle P 3, Rule 1c, 2.5 des britischen City Code.** Im Vereinigten Königreich gilt der britische City Code on Takeovers and Mergers.²² Drei Besonderheiten sind hier erwähnenswert.
- 20 **aa) Sicherstellung der Finanzierung.** Nach Rule 2.5 City Code soll der Bieter nur dann ein Angebot abgeben, wenn er überzeugt ist, dieses finanzieren zu können. Rule 2.5. lit. a) S. 1 des britischen City Code lautet: »The announcement of a firm intention to make an offer should be made only when an offeror has every reason to believe that it can and will continue to be able to implement the offer.« Ähnlich lautet Rule 1 lit. c): »A board so approached is entitled to be satisfied that the offeror is, or will be, in a position to implement the offer in full.«
- 21 **bb) Finanzierungsbestätigung.** Das Angebot soll eine Finanzierungsbestätigung enthalten, wie Rule 2.5 lit. c) verdeutlicht: »The announcement of an offer under Rule 9 should include confirmation by the financial adviser or by another appropriate third party that resources are available to the offeror sufficient to satisfy full acceptance of the offer. (The party confirming that resources are available will not be expected to produce the cash itself if, in giving the confirmation, it acted responsibly and took all reasonable steps to assure itself that the cash was available).«

Ein Haftungsanspruch gegen den Dritten ist explizit nicht vorgesehen. Allerdings lautet Rule 2.5. (a) S. 2: »Responsibility in this connection also rests on the financial

20 Ohne diese Begründung im Ergebnis für widersprüchliche Angaben auch *Geibel/Sußmann* BKR 2002, 52, 56.

21 Kritisch *Möllers/Holzner* NZG 2008, 166 ff.; ihnen folgend *Fleischer* ZGR 2008, 185 ff.; siehe dazu auch v. *Bülow/Stephanblome* ZIP 2008, 1797 ff.; *Korff* AG 2008, 692, 696 ff.; *Brandt* BKR 2008, 441, 448 ff.; *König* BB 2008, 1910, 1912 f.; *Fleischer* AG 2008, 873 ff.; *Querfurth* WM 2008, 1957 ff.; *Zimmermann* ZIP 2009, 57, 61 f.; *Pluskat*, NZG 2009, 236 ff.

22 Siehe dazu auch *Häuser*, FS für Hadding (2004), S. 833, 837 f.

adviser to the offeror.« Nach sec. 61, 62 Financial Services Act sind zivilrechtliche Ansprüche denkbar.

cc) Beratungspflicht durch Dritte. Nach Rule 3.1 City Code muss die Zielgesellschaft unabhängigen Rat hinzuziehen. Rule 3.1 lautet: »The board of the offeree company must obtain competent independent advice on any offer and the substance of such advice must be made known to its shareholders.« Soweit ein Gegenangebot vorliegt oder ein Interessenskonflikt der Direktoren des Bieters droht, müssen auch diese einen unabhängigen Berater hinzuziehen. Rule 3.2. City Code lautet: »The board of an offeror must obtain competent independent advice on any offer when the offer being made is a reverse takeover or when the directors are faced with a conflict of interest. The substance of such advice must be made known to its shareholders.« 22

dd) Mitwirkungsverbot eines abhängigen Dritten. Schließlich sieht Rule 3.3. City Code ein Mitwirkungsverbot eines abhängigen Dritten vor: »The Panel will not regard as an appropriate person to give independent advice a person who is in the same group as the financial or other professional advisers (including a stockbroker) to an offeror or who has a significant interest in or financial connection with either an offeror or the offeree company of such a kind as to create a conflict of interest.« 23

b) §§ 4 Nr. 1, 9 Abs. 1, 22 Abs. 5 österreichisches Übernahmengesetz. Das österreichische Recht enthält ebenfalls Besonderheiten.²³ 24

aa) Sicherstellung der Finanzierung des Angebotes. Wie § 13 Abs. 1 Satz 1 enthält auch § 4 Nr. 1 österreichisches Übernahmengesetz (ÜbG) eine Regelung, nach der der Bieter die notwendigen Mittel für die Übernahme sicherzustellen hat. Ausdrücklich verweist der österreichische Gesetzgeber auf das englische Recht, nämlich General Principles P 3 und Rule 1 lit. c) City Code.²⁴ Die Sicherstellung der Finanzierung wird in § 22 Abs. 5 ÜbG für Pflichtangebote nochmals wiederholt. Im Gegensatz zu § 13 Abs. 1 ist diese Sicherstellung nicht auf den Zeitpunkt des fälligen Gegenanspruchs beschränkt; vielmehr hat der Bieter nach § 4 Nr. 1 ÜbG »im gesamten Übernahmeverfahren« zu beachten, dass er ein Übernahmeangebot nur dann stellen kann, »wenn er zuvor sichergestellt hat, dass er die baren Gegenleistungen in vollem Umfang erbringen kann, und wenn er alle gebotenen Maßnahmen getroffen hat, um alle sonstigen Arten von Gegenleistungen erbringen zu können«. 25

bb) Prüfbericht und Beratung eines Sachverständigen, § 9 Abs. 1 Satz 3; § 14 ÜbG. Gem. § 9 Abs. 1 Satz 3 ÜbG muss ein vom Bieter unabhängiger Sachverständiger einen Prüfbericht über das Übernahmeverfahren abgeben. Der Gesetzgeber lehnt sich damit ausdrücklich an Rule 3 City Code, Art. 25 BEHG und Art. 6 Übernahmekodex an.²⁵ Die Vorschrift entspricht im wesentlichen § 8 Kapitalmarktgesetz (KMG).²⁶ 26

Der Sachverständige, der auch ein Wirtschaftsprüfer sein kann, hat in einem **schriftlichen Bericht** über Vollständigkeit und Gesetzmäßigkeit der Angebotsunterlage die Erklärung abzugeben, dass dem Bieter die zur vollständigen Erfüllung des An-

²³ Zur Rechtslage in Österreich Häuser, FS für Hadding (2004), S. 833, 838 f.

²⁴ Gesetzesbegründung zum ÜbG, S. 14.

²⁵ Gesetzesbegründung zum ÜbG, S. 13.

²⁶ Bydlinski/Winner ÖBA 1998, 913, 917.

gebots notwendigen Mittel zur Verfügung stehen. Diese Finanzierungszusage beschränkt sich anders als gem. § 13 Abs. 1 Satz 2 nicht nur auf die Zahlung einer Geldleistung des Bieters. Durch den Prüfbericht des Sachverständigen soll die Aufgabe der Übernahmekommission wesentlich erleichtert werden; das bestätigende Testat des Sachverständigen dient daher in erster Linie als **Instrument zur Beschleunigung des Verfahrens vor der Übernahmekommission**.²⁷ Eine Haftung des Sachverständigen ist anders als in § 13 Abs. 2 nicht ausdrücklich geregelt. Nach der amtlichen Begründung ist der vom Bieter bestellte Sachverständige als dessen Erfüllungsgehilfe im Verhandlungsverhältnis gegenüber den »Beteiligungspapierinhabern« der Zielgesellschaft anzusehen.²⁸ Die Aktionäre der Zielgesellschaft haben sich damit im Falle eines unvollständigen oder unrichtigen Testats an den Bieter zu halten, welcher wiederum bei entsprechendem Verschulden einen Schadensersatzanspruch gegen den Sachverständigen geltend machen kann. Als weitere Sanktionen einer fehlenden Finanzierung sieht § 34 Abs. 3 ÜbG die Möglichkeit der Übernahmekommission vor, das Stimmrecht des Bieters ruhend zu stellen.

Neben dem Bieter (§ 9 Abs. 1 Satz 1 ÜbG) hat auch die Zielgesellschaft gem. § 13 ÜbG zwingend einen Sachverständigen hinzuzuziehen.

- 27 c) **Art. 24, 25, 28 schweizerisches Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel.** Art. 25 S. 1, 2 BEHG (Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel) bestimmt, dass der Bieter das Angebot einer staatlich anerkannten Prüfstelle vorlegen muss, damit Letztere prüfen kann, ob das Angebot dem Gesetz und seinen Ausführungsbestimmungen entspricht. Von Bedeutung sind dabei vor allem Art. 20 S. 1 UEV-UEK, wonach die Angebotsunterlage Angaben über die Finanzierung sowie die Bestätigung der Prüfstelle enthalten muss, »dass der Anbieter die erforderlichen Maßnahmen getroffen hat, damit am Vollzugstag die notwendigen Finanzmittel zur Verfügung stehen.« Soll die Gegenleistung des Bieters in noch nicht verfügbaren Wertpapieren bestehen, ordnet Art. 20 S. 2 UEV-UEK an, »dass alle für die Beschaffung der Titel erforderlichen Maßnahmen getroffen worden sind.« Weiterhin bestimmt Art. 29 S. 1, 2 UEV-UEK eine Informationspflicht der Prüfstelle gegenüber der Übernahmekommission; zuletzt steht der Übernahmekommission gegenüber der Prüfstelle ein Weisungsrecht zu, Art. 29 S. 3 UEV-UEK. Eine zivilrechtliche Haftung der Prüfstelle besteht allerdings nicht.

5. Überlegungen *de lege ferenda* – zwingende Hinzuziehung sachverständiger Dritte im Übernahmeverfahren²⁹

- 28 a) **Gesetzgebungsgeschichte/Rechtsvergleichende Überlegungen.** Nach § 14 des Diskussionsentwurfs zum WpÜG hatten neben dem Bieter auch die Zielgesellschaften bei der Vorbereitung und Durchführung einer Übernahme einen geeigneten Berater hinzuzuziehen (oben Rdn. 9). Ohne weitere Begründung hat der Gesetzgeber sich von dieser Vorschrift verabschiedet und in § 13 nur punktuell die Finanzierungsbestätigung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei Barangeboten

27 Begründend Kalss NJZ 1999, 421, 429; Roth/Zinser EWS 2000, 233, 236. Kritisch auf das Haftungsrisiko des Sachverständigen hinweisend dagegen Hausmaninger/Herbst ÖBA 1997, 911, 917.

28 Gesetzesbegründung zum ÜbG, S. 13 f.

29 S. Möllers ZGR 2002, 664, 685 ff.

des Bieters normiert. Gerade vor einer **rechtsvergleichenden Perspektive** stellt sich die Frage, ob es angemessen ist, die Aufgabe der beratenden Dritten so rudimentär zu regeln. Ein Hinzuziehen eines sachverständigen Dritten 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 Österreich³⁰ und der Schweiz³¹ 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.³²

b) **Keine Pflicht zur Beratung und Prüfung von Bieter und Zielgesellschaft *de lege lata*.** aa) **Gründe, die für eine Beratung bzw. Prüfung sprechen.** Eine 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 normiert ist und sich auch in anderen Rechtsordnungen wiederfindet,³³ möchte vermeiden, dass die Zielgesellschaft über Gebühr in ihrer Geschäftstätigkeit behindert und das Übernahmeverfahren als Mittel der Wettbewerbsbehinderung eingesetzt wird.³⁴ Überdies sollen auf diese Weise eine anlegergerechte Aufbereitung der Angebotsunterlage ermöglicht³⁵ und kostspielige und zeitraubende Fehlentscheidungen vermieden werden.³⁶ Das Übernahmeangebot führt bei der Zielgesellschaft unweigerlich zu einem Ausnahmezustand, der besonnenes Vorgehen erfordert.³⁷ 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 bei ihrer Entscheidung ausreichend informiert sind, ist neben der Angebotsunterlage die Äußerung der Zielgesellschaft von herausragender Bedeutung.³⁸ Ein Berater könnte die Stellungnahme der Zielgesellschaft qualitativ heben und vor allem verobjektivieren. Bei entsprechender Beratung könnten potentielle Haftungsansprüche Dritter gegen den Bieter reduziert und, ökonomisch betrachtet, die Verschwendung 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 bekanntzugeben ist, wie dies beispielsweise Rule 3.1 des City Code vorsieht, erhalten die Aktionäre eine zusätzliche Informations- und Entscheidungsgrundlage. Konsequenterweise wurde deshalb in der Literatur die Beratungspflicht des Diskussionsentwurfs verteidigt³⁹ und eine dem englischen Recht entsprechende Veröffentlichungspflicht gefordert.⁴⁰

³⁰ Nach § 9 Abs. 1 Satz 2 und 3 ÜbG.

³¹ Art. 25 BEHG.

³² § 11 Abs. 1 ÜbG; Art. 25, 28 lit. b) BEHG i. V. m. 26 Abs. 2 S. 2 UEV-UEK.

³³ Z. B. § 3 Ziff. 5 ÜbG. Zum letzteren *Roth/Zinser* EWS 2000, 233, 236. Er findet sich auch in Art. 3 Abs. 1 lit. f) Gemeinsamer Standpunkt.

³⁴ Begr RegE zu § 3.

³⁵ Für das österreichische Recht *Kalss* NZG 1999, 421, 429.

³⁶ Begr DiskE zu § 14 S. 108; *Land/Hasselbach* DB 2000, 1747, 1749.

³⁷ So deutlich die Erläuterung zur Regierungsvorlage zu § 13 ÜbG; angedeutet auch bei DiskE zu § 14.

³⁸ So ausdrücklich auch Begr RegE zu § 27.

³⁹ Ebenso *Zinser* NZG 2001, 391, 394.

⁴⁰ *Hopt*, FS für Koppenssteiner (2001), S. 61, 78.

- 30 Diese Überlegungen gelten auch für eine stärkere Prüfungspflicht. Eine umfangreiche Prüfungspflicht hätte darüber hinaus den Vorteil, dass sie die Aufsichtsbehörde entlastet.⁴¹ Wiederum hätte bei entsprechender Veröffentlichung der Aktionär der Zielgesellschaft eine zusätzliche Entscheidungsgrundlage zur Hand.
- 31 **bb) Dogmatische Begründungsversuche *de lege lata*.** Eine Beratungspflicht, die in § 13 nicht normiert wurde, könnte man nun im Ergebnis schon *de lege lata* auf zweierlei Wegen zu erreichen versuchen.
- 32 Ebenso wie in § 44 Abs. 1 Nr. 1 und 2 BörsG wird auch in § 12 Abs. 1 Nr. 1 und 2 zwischen dem Erlasser und dem Veranlasser eines Prospekts bzw. eines Angebots unterschieden. Damit kann der jetzige § 12 auch Dritte und insbesondere Wertpapierdienstleistungsunternehmen einbeziehen.
- 33 Im Rahmen der Prospekthaftung ist beispielsweise das emissionsbegleitende Kreditinstitut⁴² **Prospekterlasser**, weil es den Prospekt mit unterschreiben muss.⁴³ Diese Mithaftung hat der Gesetzgeber im Rahmen des BörsG auch ausdrücklich gewollt.⁴⁴ Auch nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 i. V. m. § 11 Abs. 3 haftet, wer erkennbar die Verantwortung für die Angebotsunterlage übernimmt. Im Gegensatz zu § 32 Abs. 2 BörsG verpflichtet das WpÜG Wertpapierdienstleistungsunternehmen aber **gerade nicht**, die Angebotsunterlage mit zu unterschreiben, so dass davon auszugehen ist, dass dies in der Praxis auch unterbleibt.
- 34 Daneben ist eine Haftung als Prospektveranlasser im Rahmen des § 44 Abs. 1 BörsG denkbar. **Prospektveranlasser** sind die eigentlichen Urheber des Prospekts.⁴⁵ 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.⁴⁶ Das ist regelmäßig nicht der Fall, weil die Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte nur in ihren Teilbereichen tätig werden; sie beeinflussen damit den Prospekt nur punktuell.⁴⁷ Damit kommt für Dritte eine Haftung als **Angebotsveranlasser** auch nur bei einem eigenen wirtschaftlichen Interesse in Betracht.⁴⁸ Dazu reichen aber ebenso wie bei der börsenrechtlichen Prospekthaftung Dienstleistungen in Teilbereichen des Übernahmeverfahrens nicht aus. Nach ganz überwiegender Meinung schließt dies allerdings nicht aus, dass der Berater darüber hinaus aus allgemeiner Auskunftshaftung nach den Grundsätzen der *culpa in contrahendo*, §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB haftet.⁴⁹ Voraussetzung für eine Haftung gegenüber Dritten ist allerdings jeweils, dass der Berater, der auf Grund seiner wirtschaft-

41 So Erläuterung zur Regierungsvorlage zu § 9 ÜbG.

42 Oder mehrere Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Rahmen eines Konsortiums.

43 § 32 Abs. 2 BörsG i. V. m. § 5 WpPG

44 Gesetzesentwurf eines Begleitgesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtlicher Vorschriften, BR-Drucks. 964/96, S. 27.

45 *Schwark*³ §§ 44, 45 Rdn. 8; Assmann/Schütze/Assmann³ § 7 Rdn. 222.

46 *Schwark*³ §§ 44, 45 Rdn. 12; 3. FFG, Begr RegE zu § 45, BT-Drucks. 13/8933 S. 78; Assmann/Schütze/Assmann³ § 7 Rdn. 225; Sittmann NZG 1998, 490, 493.

47 Schäfer/Hamann² §§ 45, 46 BörsG a. F. Rdn. 93; Vortmann/Hauptmann § 3 Rdn. 54); 55: Assmann/Schütze/Assmann³ § 7 Rdn. 225 ablehnend für den Wirtschaftsprüfer; *Groß* Die börsenrechtliche Prospekthaftung AG 1999, 199, 201.

48 So für das WpÜG ausdrücklich Begr RegE zu § 12.

49 Schäfer/Hamann² §§ 45, 45 BörsG a. F. Rdn. 93; *Groß* AG 1999, 199, 201.

lichen Stellung oder Fachkunde eine Garantenstellung einnimmt, einen Vertrauensstatbestand 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.⁵⁰ 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.

Schließlich ließe sich vertreten, die Angebotsunterlage sei **nach § 12 fehlerhaft**,³⁵ wenn der Bieter nicht eine Mitwirkung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens hinzugezogen und dies entsprechend dokumentiert habe. Die Haftung richtet sich im Unterschied zu der unter Rdn. 29 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 und § 2 AngebotsVO normiert sind.⁵¹ 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 die gesetzlich vorgeschriebenen Informationspflichten des Bieters wegen der fehlenden Beiziehung Dritter nicht mehr erfüllt.⁵²

cc) Grenzen der Rechtsfortbildung – Verzicht auf zwingende Beratungspflicht oder Prüfbericht *de lege lata*. Im Ergebnis kann *de lege lata* wegen des klaren Wortlautes und der eindeutigen Gesetzesgeschichte in der Regel keine Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 12 begründet werden. Auch ist nach jetzigem Recht der Bieter nicht verpflichtet, bei der Erstellung einer Angebotsunterlage ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinzuzuziehen 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 Vertrauensstatbestand 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 § 32 Abs. 2 BörsG (oben Rdn. 33) und der österreichischen Rechtslage⁵³ wollte

⁵⁰ Auch haftet der Berater dann nur im Umfang seiner Erklärung, nicht aber für den gesamten Prospekt. Ständige Rechtsprechung z. B. BGH 31. 5. 1990 Z 111, 314, 319 f. = WM 1990, 1276; BGH 1. 12. 1994 WM 1995, 344 = NJW 1995, 1025; Hopt, FS für Stimpel (1985), S. 265, 291 f.; Schäfer/Hamann² § 44, 45 BörsG a. F. Rdn. 93.

⁵¹ Hierzu ausführlich Möllers ZGR 2002, 665, 667 f.; oben § 12 Rdn. 41 ff.

⁵² Allerdings wäre zu erwägen, ob die Nichtinzuhaltung eines Dritten regelmäßig die grobe Fahrlässigkeit und damit ein Verschulden nach § 12 Abs. 2 WpÜG begründet.

⁵³ § 9 Abs. 2 lit. a) ÜbG erwähnt ausdrücklich die Haftpflichtversicherung für den Sachverständigen. Denkbar ist deshalb eine Haftung gegen den Sachverständigen aus *culpa in contrahendo*. Dorda eolox, 1998, 843, 847. Zur Prospektkontrolle nach dem Kapitalmarktgesetz (KMG) s. Kalss NZG 1999, 421, 429.

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*.⁵⁴ Dieses erhebliche Haftungsrisiko wird den Prüfer zur besonders sorgfältigen und eingehenden Prüfung veranlassen. Die Fristen im Rahmen des Übernahmeverfahrens sind aber so kurz,⁵⁵ 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 relativiert⁵⁶ und sogar in sein Gegenteil verkehrt.

37 **c) 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 Sachverständigen hinzuzuziehen und dann wegen einer unrichtigen Angebotsunterlage nach § 12 zu haften. Selbst wenn Berater hinzugezogen werden, werden sie sich, ähnlich wie bei der Sollvorschrift des Übernahmekodex, auf die Überprüfung der Formalia beschränken und sich regelmäßig von einer Haftung freizuzeichnen versuchen, statt eine Verantwortung zu übernehmen.

38 Im Ergebnis bleibt damit der **Prüfungsumfang** von Angeboten im Rahmen des WpÜG noch **hinter der Prüfung im Rahmen des BörsG und des VerkProspG zurück**. Während beim Börsenprospekt und Verkaufsprospekt die Banken jeweils zu den Prospekterlassern gehören und kompetente Ansprechpartner gegenüber der Zulassungsstelle bzw. der BaFin darstellen, fehlen solche sachkundigen Berater im Rahmen des Übernahmeverfahrens. Es ist zu befürchten, dass die Haftungsnorm des § 12 **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.⁵⁷ Auch das WpÜG möchte den Finanzmarkt Deutschland stärken und betont hierfür ausdrücklich die Gewährleistung umfassender Information und Transparenz.⁵⁸ Schon um zu verhindern, dass die Beteiligten ökonomisch nicht effizient handeln,⁵⁹ und si-

54 S. zum österreichischen Recht *Hausmaninger/Herbst* ÜbG, § 9 Rdn. 5), 16 f.; 14 Rdn. 5; *Kalss* NZG 1999, 421, 429 Fußn. 91.

55 Nach § 10 Abs. 1 und § 14 Abs. 1 WpÜG liegen zwischen der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes, der Übermittlung an die BaFin und der Veröffentlichung maximal vier Wochen + 10 Tage. Nach § 10 Abs. 1 und § 11 Abs. 1 ÜbG sind es sogar nur 10 Tage + 12 bis 15 Tage.

56 *Hausmaninger/Herbst* ÜbG, § 9 Rdn. 17.

57 Die Erwägungsgründe 2, 32, 41 und 42 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie 93/22/EWG v. 10. 5. 1993, ABl. 1993 Nr. L 141, 27 v. 11. 6. 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 (2. FFG, Begr RegE, Allgemeiner Teil BT-Drucks. 12/6679 S. 33). Zu den verschiedenen Funktionen des Anlegerschutzes s. auch *Möllers* ZGR 1997, 334 ff.

58 Begr RegE, Allgemeiner Teil, S. 1.

59 Zur Senkung von Transaktionskosten als Ziel kapitalmarktrechtlicher Regelungen s. *Assmann* Prospekthaftung, 1985, S. 29 ff., 280 f., 284 f.; *Hopt* ZGR 1991, 17, 23 ff.; jüngst *Merk*: Unternehmenspublizität, 2001, S. 306 ff.

herzustellen, dass die Entscheidungen der einzelnen Beteiligten der Zielgesellschaft auf einer zutreffenden Grundlage basieren,⁶⁰ 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 DiskE vorgesehen, aufnehmen.⁶¹ Ein solcher Prüfbericht schafft eine zusätzliche Informationsgrundlage für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Daneben erscheint es sinnvoll, wie im BörsG die Verantwortlichkeit des Beraters dadurch sicherzustellen, dass dieser die Angebotsunterlage unterschreibt.

II. Pflichten gem. § 13 Abs. 1

1. Sicherstellung der Finanzierung des Angebots

a) **Mittel, die bei der Übernahme zur Verfügung stehen müssen.** aa) **Anwendungsbereich.** Die Pflicht zur Sicherstellung der Finanzierung gem. § 13 Abs. 1 Satz 1 gilt für Übernahme- und Pflichtangebote in Geld oder Aktien für ein Tauschangebot. Im Unterschied zur Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 13 Abs. 1 Satz 2 gilt die Pflicht zur Sicherstellung der Finanzierung für **Geld- und Sachleistungen**.⁶² Bei einem öffentlichen Angebot gem. § 10 steht es dem Bieter frei, ob er eine Geld- oder Sachleistung anbietet. Bei der Abgabe eines Übernahme- oder eines Pflichtangebotes sind allerdings die Grenzen des § 31 zu beachten, der für die Gegenleistung überwiegend eine Geldleistung in Euro vorsieht. 39

Der Bieter hat die Mittel, die bei der Übernahme zur Verfügung stehen müssen, zu beschaffen. Dazu kann er Maßnahmen der Eigenkapitalbeschaffung durch interne Dispositionen als sog. **Innenfinanzierung** ergreifen. Häufiger kommt dagegen eine Außenfinanzierung durch Finanzmittel von Dritten am Kapitalmarkt in Betracht. In der Praxis spielen das *Leveraged-Buy-Out* und das genehmigte Kapital bei Bezugsrechtsausschluss eine besondere Bedeutung. 40

bb) **Geldleistung (cash offer).** (1) **Maßnahmen der Eigenkapitalbeschaffung.** Übernahmen können mit eigenen Geldmitteln finanziert werden. Bei Unternehmen, die nicht in der Form der Aktiengesellschaft oder der Kommanditgesellschaft auf Aktien organisiert sind, ist diese Möglichkeit allerdings begrenzt. Im Wesentlichen kommt nur eine Aufstockung von Eigenmitteln des Unternehmens durch die Altgesellschafter oder der Eintritt neuer Gesellschafter in das Unternehmen in Betracht, welche die liquiden Mittel durch Bareinlagen erhöhen. Denkbar ist auch die Aufnahme von stillen Gesellschaftern. Die Aktiengesellschaft und die Kommanditgesellschaft auf Aktien haben die Möglichkeit, die erforderlichen Mittel in Form von Eigenkapital über die Börse zu beschaffen. Denkbar ist hier eine **reguläre Kapitalerhöhung (§§ 182 ff. AktG) oder bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG)**. Im Unterschied zur regulären Kapitalerhöhung besteht zwar für die bedingte Kapitalerhöhung im Rahmen von Unternehmensübernahmen (§ 192 Abs. 2 41

⁶⁰ § 3 Abs. 2, s. hierzu Möllers ZGR 2002, 664, 686 f.

⁶¹ Das Haftungsrisiko und damit das Risiko einhergehender Verzögerungen könnte, wie nach § 9 Abs. 2 lit. a) ÜbG, durch eine entsprechende Haftpflichtversicherung abgemildert werden, s. zum österreichischen Recht, Doralt/Winner eclex 1997, 936, 938.

⁶² Begr RegE zu § 13.

Nr. 2 AktG) kein gesetzliches Bezugsrecht für die Altaktionäre. Die **Offenlegungspflicht des § 193 Abs. 2 Nr. 1 AktG** macht dieses Instrumentarium aber für die Praxis weitgehend untauglich.⁶³

Eine Finanzierung ist auch über **genehmigtes Kapital** möglich, §§ 202 ff. AktG. Dies hat den Vorteil, dass die konkrete Übernahmeabsicht nicht offengelegt werden muss und der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates ohne Einberufung der Hauptversammlung agieren kann.

- 42 (2) **Maßnahmen der Fremdkapitalbeschaffung.** Übernahmen werden häufig fremdfinanziert.⁶⁴ Die Außenfinanzierung kann über Darlehen oder am Kapitalmarkt finanziert werden. In Frage kommen der klassische langfristige Einzelkredit, aber auch die Aufnahme eines **Schuldscheindarlehens**⁶⁵, die Ausgabe von **Genussscheinen**⁶⁶ an freiwillig zahlende Aktionäre oder Kommanditaktionäre der Bietersgesellschaft, Sale-and-Lease-Back-Operationen in Form von Pensionsgeschäften oder die Ausgabe von **Wandelschuldverschreibungen** oder **Optionsanleihen**⁶⁷.
- 43 (a) **Leveraged Buy Out.** In den letzten Jahren wurde Unternehmensübernahmen vermehrt mit einem hohen Fremdkapitalanteil finanziert (*Leveraged Buy Out*). Hintergrund des starken Fremdkapitaleinsatzes ist dabei die beabsichtigte Ausnutzung des Hebeleffektes (*Leverage-Effekt*): Die erstrebte Hebelwirkung beschreibt den **Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und Verschuldungsgrad**, wonach die Rendite des eingesetzten Kapitals mit steigender Verschuldung zunimmt, solange die Gesamrendite des für den Unternehmenskauf verwendeten Kapitals größer ist als der Fremdkapitalzins.
- 43a Zu Zwecken der fremdfinanzierten Übernahme wird dabei ein **Akquisitionsvehikel (Zweckgesellschaft)** gegründet, welches neben einer geringen Eigenkapitalausstattung schwerpunktmäßig Fremdkapital aufnimmt, um im Anschluss die Anteile an der Zielgesellschaft zu erwerben (*Leveraged Buy Out*)⁶⁸. Die Besicherung des Akquisitionsdarlehens erfolgt mit den Vermögenswerten der Zielgesellschaft. Die Tilgung der Kreditverbindlichkeiten der Zweckgesellschaft soll im Idealfall aus dem *cash flow* der Zielgesellschaft finanziert werden. Die Zielgesellschaft muss also weitgehend selbst die Mittel für die Bedienung der Zinsen und die Tilgung der Darlehensvaluta erwirtschaften. Denkbar ist auch eine Tilgung der Kreditverbindlichkeiten durch die gezielte Veräußerung von wertvollen Aktiva (*crown jewels*) der Zielgesellschaft.
- 43b Das Finanzierungskonzept des LBO gibt institutionellen Investoren die Möglichkeit, Unternehmenskäufe mit einem geringen Eigenkapitaleinsatz und damit einem **geringeren Risiko** zu finanzieren.⁶⁹ Die Fremdfinanzierung ist gegenüber der rei-

63 Haarmann/Schüppen/Vogel³ § 13 Rdn. 31.

64 Z. B. 18 Mrd. für Krupp; 20 Mrd. bei Vodafone, s. Krause NZG 2000, 905, 903 Fußn. 42; Liebscher ZIP 2001, 853, 855.

65 Haarmann/Schüppen/Vogel³ § 13 Rdn. 40.

66 Haarmann/Schüppen/Vogel³ § 13 Rdn. 35 ff.

67 Haarmann/Schüppen/Vogel³ § 13 Rdn. 43 f.

68 Zur Thematik siehe jüngst auch Holzner Private Equity, der Einsatz von Fremdkapital und Gläubigerschutz (2009).

69 Lutter/Wahlers AG 1989, 1; Hölters/Raupach/Weiss⁶ Handbuch des Unternehmens- und

nen Innenfinanzierung überdies dadurch begünstigt, dass die Kreditzinsen im Gegensatz zur Bedienung von Eigenkapital steuerlich abzugsfähig sind.⁷⁰ Zu beachten ist in diesem Zusammenhang allerdings die im Zuge der Unternehmenssteuerreform neu eingeführte **Zinsschranke**, § 4h EStG, § 8a KStG, die derartigen Finanzierungsmodellen künftig engere Grenzen setzt.⁷¹

(b) Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit des *Leveraged Buy Out*. In der gesellschaftsrechtlichen Literatur ist die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit des Leveraged Buy Out (LBO) nicht gänzlich geklärt. 44

(aa) Verstoß gegen §§ 57, 71a AktG? Im Schrifttum ist insbesondere umstritten, ob LBOs gegen die Kapitalerhaltungsregeln der § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG und § 57 Abs. 1 AktG verstoßen.⁷² 44a

Der Grundsatz der strengen Kapitalbindung des § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG hat durch das MoMiG durch § 57 Abs. 1 Satz 3 AktG n. F. eine gewisse Lockerung erfahren, weil das Verbot der Rückgewähr der Einlagen an die Aktionäre künftig nicht mehr gilt, wenn der AG gegen den Aktionär ein **vollwertiger Rückgewähranspruch** zusteht. Eine Vollwertigkeit des Rückgewähranspruches dürfte wegen der weitgehenden Vermögenslosigkeit der Zweckgesellschaft (»bloße Hülle«) allerdings typischerweise zu verneinen sein, so dass die Finanzierungs konstruktion des LBO auch nach dem MoMiG regelmäßig gegen § 57 Abs. 1 Satz 1, 3 AktG verstoßen dürfte.⁷³

Die bei einem *Leveraged Buy Out* gängigen Finanzierungshilfen der Zielgesellschaft an die Zweckgesellschaft **verstoßen** typischerweise **auch gegen § 71a Abs. 1 S. 1 AktG**. Dies gilt auch dann, wenn die Finanzierungshilfe der Zielgesellschaft dem Anteilserwerb zeitlich nachfolgt. Zwar spricht der Wortlaut des § 71a Abs. 1 S. 1 AktG, nach dem ein »Rechtsgeschäft ... zum Zwecke des Erwerbs von Aktien dieser Gesellschaft« nichtig ist, dafür, dass der Verbotstatbestand keine Transaktionen mit der Nichtigkeitsfolge sanktioniert, in welchen das Aktienerwerbsgeschäft dem Finanzierungsgeschäft zeitlich vorausgeht: Denn in solchen Fällen kann der Zweck des Finanzierungsgeschäftes nicht mehr der Erwerb der Aktien sein, weil dieser bereits eingetreten ist.⁷⁴ Allerdings spricht der weiter angelegte Wortlaut des Art. 23 Abs. 1 KapRiL, auf welchem § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG beruht, »im Hinblick auf den Erwerb« dafür, dass auch Gestaltungen, in welchen die Finanzierungshilfe dem Aktienerwerb zeitlich nachfolgt, dem Verbot des § 71a Abs. 1 S. 1 AktG unterfallen sollen. Weiter wäre die Vorschrift allzu leicht zu umgehen, wenn allein durch eine u. U. zeitlich sehr kurze (»juristische Sekunde«) Zwischenfinanzierung 44b

Beteiligungskaufs, 1996, Teil III Rdn. 78 ff.; Semler/Volhard/Weber-Rey Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Bd. 1, 2001, § 11 Rdn. 15; Otto DB 1989, 1389; Georgieff/Hauptmann AG 2005, 277, 278 f.

⁷⁰ Semler/Volhard/Heemann, § 15 Rdn. 1.

⁷¹ Zu den Auswirkungen der Zinsschranke auf *Leveraged Buy Out*-Transaktionen Scheuermann/Socher BB 2007, 1144, 1151.

⁷² So Lutter/Wahlers AG 1989, 1, 9; Fleischer AG 1996, 494, 506 f.; Becker DSrR 1998, 1429, 1431; dagegen Schroeder Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs, 1995 S. 284 ff.; Eidenmüller ZHR 171 (2007), 644, 664; Seibt ZHR 171 (2007), 282, 300.

⁷³ Siehe dazu Holzner Private Equity, S. 228 ff.

⁷⁴ Otto DB 1989, 1389, 1395.

die Vorschrift des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG ausgeschaltet werden könnte.⁷⁵ Die Reichweite des § 71a Abs. 1 Satz 1 ist daher weit und steht der Transaktionsstruktur eines LBO regelmäßig entgegen.⁷⁶

44c Zwar ist Art. 23 Abs. 1 KapRiL 77/91/EWG durch die Änderungsrichtlinie 2006/68/EG gelockert worden: Künftig soll es den Mitgliedstaaten gestattet sein, das strikte Verbot der *financial assistance* zu lockern und in ein Verbot mit Erlaubnisvorbehalt umzuwandeln.⁷⁷ Der deutsche Gesetzgeber hat indes auf diese Möglichkeit verzichtet. Eine Begründung ist er im Regierungsentwurf des ARUG⁷⁸ schuldig geblieben; Hintergrund dürfte allerdings die »Heuschrecken-Debatte« und die insofern starke rechtspolitische Kritik an der Finanzierungsform des *Leveraged Buy Out* und verwandten Finanzierungsformen sein. Das **Risikobegrenzungs**gesetz zeigt, dass der Gesetzgeber den Aktivitäten von Finanzinvestoren eher Einhalt denn größere Flexibilität gebieten möchte. Die Änderungsrichtlinie mit ihren Lockerungen auf dem Gebiet der *financial assistance*, Art. 23 Abs. 1, läuft insofern in die entgegengesetzte Richtung, so dass es aus Sicht des Gesetzgebers konsequent war, auf die Möglichkeit der Lockerung der Verbotsvorschrift des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG zu verzichten.

45 (bb) **Konzernierung der Zielgesellschaft.** Die Akquisitionsfinanzierungspraxis versucht daher, derartige Transaktionen unter Ausschaltung der (engen) Grenzen der §§ 57, 71a AktG zu strukturieren. Eine erste Möglichkeit besteht dabei in der Begründung eines **Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages** zwischen der herrschenden Zweckgesellschaft und der Zielgesellschaft, welcher nach dem Erwerb der Anteile, aber vor den einschlägigen Finanzierungshilfen der Zielgesellschaft an die Zweckgesellschaft geschlossen wird: Im AG-Vertragskonzern werden die §§ 57, 71a AktG grundsätzlich durch die Regelungen des Vertragskonzerns verdrängt, § 291 Abs. 3 AktG.⁷⁹ Dem Akquisitionsvehikel steht im AG-Vertragskonzern ein Weisungsrecht zu, mittels dessen es die Zielgesellschaft auch zu einer für die abhängige Zielgesellschaft nachteiligen Maßnahme (Darlehensgewährung/Sicherheitenbestellung/Abführung von Liquidität) anweisen kann, § 308 Abs. 1 Satz 2 AktG. Allerdings steht die Zulässigkeit derartiger nachteiliger Weisungen nach zutreffender herrschender Meinung unter dem Vorbehalt, dass sie nicht zur **Existenzvernichtung** der abhängigen Gesellschaft führen dürfen.⁸⁰ Eine solche Existenzvernichtung ist jedenfalls dann anzunehmen, wenn Zweifel daran bestehen,

75 Lutter/Wahlers AG 1989, 1, 9; Kessler AG 1995, 120, 121; Fleischer AG 1996, 494, 501; Nuyken, ZIP 2004, 1893, 1895; Schroeder, Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs, S. 194 ff.

76 Zum Ganzen siehe jüngst Holzner Private Equity, S. 238 ff.

77 Zu den Bedingungen im Einzelnen siehe Schmolke WM 2005, 1833; Oechsler ZHR 172 (2006), 72, 84; Freitag AG 2007, 157, 160; Drygala DK 2007, 396, 397; Westermann ZHR 172 (2008), 144, 162.

78 Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechtlinie, BR-Drucks. 847/08 v. 7.11.08.

79 Für eine analoge Anwendbarkeit des § 291 Abs. 3 AktG auf § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG Schroeder Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs, S. 284 f.; Fleischer AG 1996, 484, 505 f.; Becker DStR 1998, 1429, 1431; Seibt ZHR 171 (2007), 282, 306; Eidenmüller ZHR 171 (2007), 644, 662; Riegger ZGR 2008, 233, 245.

80 OLG Düsseldorf v. 7. 6. 1990, AG 1990, 490, 492; Altmeyers MüKo-AktG, § 308 Rn. 119; Becker DStR 1998, 1429, 1431; Zeidler NZG 1999, 692, 695; Habersack/Schürmbrand NZG 2004, 689, 690; a. A. Koppsteiners KK-AktG, § 308 Rn. 50; Clemm ZHR 141 (1977), 197, 203.

dass das herrschende Unternehmen seiner Pflicht zum Verlustausgleich nachkommen kann, § 302 Abs. 1 AktG. Gerade im Zusammenhang mit einem *Leveraged Buy Out* wird eine ausreichende Solvenz der Zweckgesellschaft aufgrund deren mangelhafter Kapitalausstattung regelmäßig zu verneinen zu sein; sie wird den Verlustausgleichsanspruch des Zielgesellschaft typischerweise nicht erfüllen können. Dies dürfte für die Beteiligten von vornherein regelmäßig deutlich zu erkennen sein, so dass sich die gesetzlichen Vertreter der Zielgesellschaft und der Zweckgesellschaft schadensersatzpflichtig machen, wenn sie dennoch eine derartige Weisung erteilen bzw. befolgen.⁸¹ Weil im Fall einer existenzvernichtenden Weisung § 291 Abs. 3 AktG nicht mehr gilt, sind die einschlägigen Finanzierungshilfen auch im AG-Vertragskonzern an den für die unabhängigen Aktiengesellschaft geltenden Vorschriften (u. a. §§ 57, 71 Abs. 1 Satz 1 AktG) zu messen. Die Gestaltungsmöglichkeiten aus Sicht der Akquisitionsfinaanzierungspraxis sind insofern bei Konzernierung der Zielgesellschaft begrenzt.⁸²

(cc) **Verschmelzungsmodell (zweistufiges Modell).** In der Praxis üblich sind zweistufige Erwerbsmodelle⁸³: Die Zweckgesellschaft erwirbt nach entsprechender Eigen- und Fremdkapitalaufnahme (s. o.) die Aktien der Zielgesellschaft in einem Umfang, der den für die Verschmelzung erforderlichen Zustimmungsbeschluss in der Hauptversammlung mit einer 75 %-Mehrheit gewährleistet, und nimmt anschließend die Zielgesellschaft durch Verschmelzung auf. Die Verbindlichkeiten der Zweckgesellschaft und die Vermögenswerte der (nunmehr erloschenen) Zielgesellschaft werden auf diese Weise in der Zweckgesellschaft zusammengeführt. Letztere kann ihr **nunmehr »eigenes« Vermögen dazu nutzen**, um ihre Verbindlichkeiten zu tilgen bzw. zu besichern. Derartige Finanzierungsmaßnahmen unterliegen mangels der (erloschenen) Zielgesellschaft nicht den Restriktionen der §§ 57, 71a AktG, welche für ihre Anwendbarkeit eine Finanzierungshilfe einer AG für ihren Aktionär voraussetzen. Angesichts der greifbaren Umgehungsgefahr wird in der Literatur teilweise vertreten, dass § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG wenn nicht auf die finanziellen Unterstützungshandlungen nach der Verschmelzung, so doch auf den Verschmelzungsbeschluss anwendbar sei. Dieser Einwand verfängt sich allerdings jedenfalls nicht für die Konstellation einer Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Zweckgesellschaft (*upstream merger*), welche angesichts ihrer ausdrücklichen Anerkennung durch den Gesetzgeber, § 62 UmwG, keinerlei Bedenken im Hinblick auf § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG aufwirft.⁸⁴ 46

Nach einer Mindermeinung soll auf den Verschmelzungsbeschluss zumindest die Vorschrift des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG anzuwenden sein.⁸⁵ Dabei wird zutreffend auf die wirtschaftliche Vergleichbarkeit der Sachverhalte verwiesen; es könne keinen Unterschied machen, ob vor den Finanzierungshilfen eine Verschmelzung erfolge, denn letztlich werde das Vermögen der Zielgesellschaft zur Finanzierung der Übernahme der Zielgesellschaft benutzt. § 71a Abs. 1 Satz 1 erfasse auch derartige Fall- 47

⁸¹ Habersack/Schürmbrand NZG 2004, 689, 690.

⁸² Siehe dazu ausführlich Holzner Private Equity, S. 268 ff.

⁸³ Lutter/Wahlers AG 1989, 1, 12; Fleischer AG 1994, 494, 504 f.; Becker DSrR 1998, 1429, 1433; Nuyken ZIP 2004, 1893, 1897 f.; Kerber DB 2004, 1027 ff.; ders. ZIP 2006, 552 ff.; Seibt ZHR 171 (2007), 282, 304; Eidenmüller ZHR 171 (2007), 644, 662; Schneider NZG 2007, 888, 892; Riegger, ZGR 2008, 233, 246.

⁸⁴ Holzner Private Equity, S. 292, 297 f.

⁸⁵ Kerber DB 2004 1027, 1029; ders. NZG 2006, 50, 53; Schneider NZG 2007, 888, 892.

konstellationen und sei vor dem Hintergrund einer Umgehung des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG und dem **unzureichenden Gläubigerschutz des Umwandlungsgesetzes** erforderlich.⁸⁶ Dem ist allerdings zu entgegnen, dass sich der Anwendungsbereich des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG nicht auf derartige zweistufige Modelle erstreckt; vielmehr tritt die kapitalschützende Vorschrift des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG dann zurück, **wenn ein anderes Schutzsystem Anwendung findet**. Dies gilt auch und gerade im Fall des zweistufigen Erwerbsmodells, bei welchem das Umwandlungsgesetz Anwendung findet: Der Gesetzgeber hat mit dem Umwandlungsgesetz die Möglichkeit geschaffen, die Vermögensmassen zweier Vermögensträger zusammenzuführen; er hat dabei auch gläubigerschützende Instrumente, namentlich § 22 UmwG, vorgesehen. Den Interessen der Gläubiger der Zielgesellschaft wird daher nicht durch § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG, sondern auf andere Weise durch die spezielleren umwandlungsrechtlichen Vorschriften Rechnung getragen.⁸⁷ Zu diesem Ergebnis kommt auch das LG Düsseldorf in der Babcock-Entscheidung, wenn es – ohne Begründung – knapp feststellt, dass »71a AktG bei einer Verschmelzung nicht anwendbar (ist), weil den Interessen der Zielgesellschaft nach dem Umwandlungsgesetz anderweitig Rechnung getragen wird.«⁸⁸

- 47a** Mangels Anwendbarkeit des § 71a Abs. 1 S. 1 AktG auf derartige Erwerbsmodelle werden die Gläubiger *de lege lata* daher **allein durch § 22 UmwG** geschützt. Nach dieser Vorschrift können die Altgläubiger der beiden an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften binnen sechs Monaten Sicherheitsleistung verlangen, sofern eine konkrete Gefährdung ihrer Ansprüche vorliegt. § 22 UmwG schwächt dabei den Schutz für die Altgläubiger der Zielgesellschaft deutlich. Zwar dürfte die materiellen Voraussetzungen einer konkreten Gefährdung ihrer Ansprüche im Zusammenhang mit einer erwerbsfinanzierenden Verschmelzung regelmäßig zu bejahen sein (wesentliche Verschlechterung der Eigenkapitalquote und/oder der Liquiditätssituation).⁸⁹ In der Praxis erweist sich § 22 UmwG jedoch als schwer durchsetzbar, weil die Gläubiger oft ungenügend bzw. zu spät über die Folgen der Verschmelzung erfahren, so dass sie eine Gefährdung häufig nicht binnen der 6-Monatsfrist nach der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister glaubhaft machen können. Bei § 22 UmwG handelt es sich damit um ein in der Praxis unzureichend genutztes und **wenig effektives Gläubigerschutzinstrument**. Dies steht im krassen Gegensatz zu dem Befund, dass § 22 UmwG im System des Gläubigerschutzes eine überragende Bedeutung zukommt, weil die im System der unabhängigen Gesellschaften geltenden Kapitalerhaltungsvorschriften durch eine Verschmelzung ausgeschaltet werden können und diese Schutzabschwächung durch §§ 22 UmwG kompensiert werden müsste.
- 47b** *De lege ferenda* wäre denkbar, die 6-Monatsfrist, innerhalb welcher die Gläubiger der Gesellschaft ihre Ansprüche geltend machen müssen, zu verlängern. Noch weitergehend könnten die Gläubigerschutzregelungen, welche der Gesetzgeber zur

⁸⁶ Kerber DB 2004 1027, 1029; ders. NZG 2006, 50, 53; Schneider NZG 2007, 888, 892.

⁸⁷ Holzner Private Equity, S. 298 ff.; Oechsler ZIP 2006, 1661; Habersack, FS für Röhrich (2005), S. 155, 174; Fleischer AG 1996, 494, 505; Becker DStR 1998, 1429, 1433; Seib: ZHR 171 (2007), 282, 304; Eidenmüller ZHR 171 (2007), 644, 662; Nuyken ZIP 2004, 2893, 2897.

⁸⁸ LG Düsseldorf 28. 10. 2005, ZIP 2006, 516, 520; zum Berufungsurteil siehe auch OLG Düsseldorf 28. 9. 2006, I-5 U 6/06.

⁸⁹ Holzner Private Equity, S. 310.

Umsetzung der Verschmelzungsrichtlinie 2005/56/EG geschaffen hat, als Anknüpfungspunkt für eine entsprechende **Neuorientierung im umwandlungsrechtlichen Gläubigerschutz** dienen: Mit § 122j UmwG besteht für grenzüberschreitende Hinausverschmelzungen eine Sondergläubigerschutzvorschrift, welche § 22 UmwG als *lex specialis* vorgeht. Nach dieser Vorschrift wird im Zuge einer grenzüberschreitenden Hinausverschmelzung ein vorgelagerter Schutz für die Gläubiger der beteiligten Gesellschaften gewährleistet. Diese können bereits binnen zwei Monaten nach der Bekanntmachung des Verschmelzungsplanes ihre Ansprüche geltend machen. Die übertragende Gesellschaft muss vor der Verschmelzung Sicherheit für die geltend gemachten Forderungen leisten und dies in strafbewehrter Form (§ 314a Nr. 36 UmwG) gegenüber dem Registergericht versichern, § 122k Abs. 1 Satz 2 UmwG. Ein derartiger vorgelagerter Schutz könnte auch als Ausgangspunkt neuer Regelungen für rein nationale Sachverhalte dienen, um die *de lege lata* bestehenden Gläubigerschutzlücken gerade bei erwerbsfinanzierenden Verschmelzungen im Zusammenhang mit erwerbsfinanzierenden Verschmelzungen zu schließen.⁹⁰

(c) **Leveraged Buy Out als sichere Finanzierungsform?** In der Literatur wird teilweise aus der soeben dargestellten Diskussion um die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit derartiger Kapitalstrukturmaßnahmen der Schluss gezogen, LBOs seien als Finanzierung nicht »sicher« im Sinne des § 13 Abs. 1 und damit kein gangbarer Weg zur Finanzierung einer Übernahme.⁹¹ So sei ein LBOs nur dann eine »sichere« Finanzierung im Sinne von § 13 Abs. 1 Satz, wenn die Finanzierung sicher, d. h. die Werte der Zielgesellschaft ausreichend besichert sind.⁹² 48

Die Ansicht erscheint allerdings als zu pauschal. Sie kann allenfalls insoweit überzeugen, als eine Finanzierungsform dann nicht mehr als sicher eingestuft werden kann, soweit sie gegen die Vorschriften der §§ 57 Abs. 1 Satz 1, 3, 71a Abs. 1 Satz 1 AktG verstößt. Dies wird allerdings bei gegenwärtiger Rechtslage höchst selten der Fall sein, weil im zweistufigen Modell (s. o.) die Vorschriften der §§ 57 Abs. 1 Satz 1, 3 AktG, 71a Abs. 1 Satz 1 AktG ausgeschaltet werden können (s. o.). **Die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit** beurteilt sich bei der Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Zweckgesellschaft **vornehmlich nach den Vorschriften des Umwandlungsrechts**. Aus dem unzureichenden Gläubigerschutz der Altgläubiger der Zielgesellschaft und die *de lege ferenda* wünschenswerten Änderungen im umwandlungsrechtlichen Gläubigerschutz (s. o.) wird man allerdings angesichts der Untätigkeit des Gesetzgebers kaum Rückschlüsse für die Frage ziehen können, ob die Finanzierungsform des Leveraged Buy Out als sicher i. S. d. § 13 WpÜG angesehen werden kann. Vielmehr ist zu berücksichtigen, dass die Minderheitsgesellschaft der Zielgesellschaft auch in einer derartigen Konstellation ausreichend geschützt sind, da sie den Verschmelzungsbeschluss gerichtlich überprüfen lassen können.⁹³ 48a

Rechtspolitisch ist weiterhin zu beachten, dass der in der Vergangenheit international übliche Finanzierungsweg durch das WpÜG nicht verbaut werden sollte; die Unzulässigkeit von *Leveraged Buy Outs* hätte der Gesetzgeber andernfalls in der Gesetzesbegründung zum Ausdruck bringen müssen. 48b

⁹⁰ Holzner Private Equity, S. 311 ff.

⁹¹ Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 4.

⁹² Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 4.

⁹³ Fleischer AG 1996, 494, 505; Becker DStR 1998, 1429, 1434; im Ergebnis wohl auch Haarmann/Schüppen/Vogel³ § 13 Rdn. 49.

Der LBO dürfte deshalb auch unter kapitalmarktrechtlichen Gesichtspunkten dann zulässig sein, wenn der Bieter plant, **das Unternehmen zu zerschlagen**. Denn gem. § 11 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 und 2 muss der Bieter über diese Maßnahmen sowie seine Absichten bezüglich der künftigen Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft informieren, so dass der Bieter seine Absichten insoweit offen legen muss und die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft dann entsprechend reagieren können.

- 49 **cc) Aktien als Sachleistung (exchange offer).** Der Bieter kann den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft entweder eigene oder fremde Aktien zum Tausch anbieten. Bei einem Tauschangebot können diese Aktien wiederum durch eine **ordentliche oder bedingte Kapitalerhöhung** oder in ausreichendem, noch nicht ausgenutztem **genehmigten Kapital** gem. §§ 202 ff. AktG bestehen. In den Grenzen des § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1–8 AktG kann der Bieter eigene Aktien bis maximal 10 % des Grundkapitals erwerben. Die bedingte Kapitalerhöhung erlaubt den Bezugsrechtsausschluss, die Zielgesellschaft muss aber gem. § 192 Abs. 2 Nr. 2 AktG eindeutig benannt werden.⁹⁴ Damit ist dieses Instrumentarium wenig praktisch.
- 50 Im Rahmen der ordentlichen Kapitalerhöhung und dem genehmigten Kapital ist der Bezugsrechtsausschuss der Altaktionäre nach der Rechtsprechung **besonders sachlich zu rechtfertigen**.⁹⁵ Wegen der Gleichwertigkeit von Bar- und Sachleistung gem. § 31 Abs. 2 wird man eine solche sachliche Rechtfertigung bejahen können.
- 51 Dieser Beschluss muss noch **vor der Veröffentlichung** des Angebots gefasst sein. § 14 Abs. 1 Satz 3 räumt dem Bieter deshalb die Möglichkeit ein, bei der BaFin zu beantragen, die vierwöchige Frist zur Übermittlung des Angebots an die BaFin um weitere vier Wochen zu verlängern.⁹⁶
- 52 **b) Zur vollständigen Erfüllung des Angebots. aa) Finanzierung einer hundertprozentigen Annahmequote.** Bei der Sicherstellung der Finanzierung des Angebotes darf der Bieter nicht von einer erwarteten Annahmequote ausgehen; er muss vielmehr eine hundertprozentige Annahmequote der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft zugrunde legen, da er die Gegenleistung für alle Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft erbringen muss.⁹⁷
- 53 **bb) Keine Angebotsverbesserungen.** Die Mittel müssen zwar erst bei Fälligkeit der Gegenleistung bereit stehen. Die Sicherstellung bezieht sich aber auf den Zeitraum vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Grundsätzlich kann und muss deshalb eine Erhöhung des Angebotes noch nicht berücksichtigt werden.⁹⁸ Insoweit ist dann § 21 Abs. 3 zu beachten.⁹⁹

94 Hüffer⁹ § 193 Rdn. 5.

95 BGH 13. 3. 1978 Z 71, 40, 46 = NJW 1978, 1316 – Kali & Salz; BGH 19. 4. 1982 Z 83, 319. 321 = NJW 1982, 2444 – Holzmann; EuGH 19. 11. 1996 Slg. 1996-I, 6017, 6034 ff. = NJW 1997, 721 – Nold/Siemens. S. hierzu Hüffer⁹, § 186 Rdn. 25 ff.

96 Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 5.

97 Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 10; Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 3. Noack, FS für Hadding (2004), 991, 996.

98 Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 10.

99 So auch Berrar ZBB 2002, 174, 179.

cc) **Ablösung von Verbindlichkeiten.** Art. 3 Abs. 1 lit. e) der gescheiterten Übernahme-RL verpflichtete nur dazu, die »als Gegenleistung gebotenen Barzahlungen« sicherzustellen. Aufgrund des klaren Wortlautes wurde daraus gefolgert, dass Kredite, die bestehende Verbindlichkeiten ablösen, nicht darunter fallen.¹⁰⁰ Der Wortlaut des § 13 Abs. 1 Satz 1 ist dagegen weiter: Es müssen die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zur Verfügung stehen. Diese Mittel müssen auch die Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft abdecken.¹⁰¹ 54

c) **Ergreifen der notwendigen Maßnahmen.** Wie § 13 deutlich formuliert, müssen die Mittel bei der Abgabe des Angebotes nicht schon zur Verfügung stehen, sondern es müssen nur die **notwendigen Maßnahmen getroffen** werden, damit die Mittel im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung bereit stehen. 55

aa) **Geldleistungen.** Die Geldleistung muss **gesichert sein**. Verfügt der Bieter über eigene Mittel, müssen die Maßnahmen ergriffen werden, dass diese Gelder bei Fälligkeit des Gegenanspruchs zur Verfügung stehen. Soweit die Gelder nicht auf Tagesgeldkonten platziert sind, sind beispielsweise entsprechende Kündigungen auszusprechen. Darlehensverträge¹⁰² müssen schon bindend abgeschlossen sein. Die Auszahlung des Darlehens darf nicht von anderen Bedingungen abhängen als denjenigen, von denen das Übernahmeangebot selbst abhängt.¹⁰³ Damit müssen die Kredite schon relativ früh bedingungslos abgeschlossen sein.¹⁰⁴ 56

bb) **Tauschangebot.** Verfügt der Bieter nicht über ausreichend genehmigtes Kapital, muss er die Hauptversammlung einberufen, um eine Kapitalerhöhung herbeizuführen oder genehmigen zu lassen. Bereits vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage muss der Bieter den **notwendigen Kapitalerhöhungs- oder Ermächtigungsbeschluss** gefasst haben.¹⁰⁵ 57

d) **Vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage.** Bereits vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage muss der Bieter die Finanzierung des Angebots sicherstellen, ohne dass deshalb die Mittel dann schon zur Verfügung stehen müssen (unten Rdn. 59). Gewollt ist, dass die Finanzierung des Angebots »steht«. Folglich hat gem. § 11 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 der Bieter in der Angebotsunterlage auch über Art und Höhe der für die Wertpapiere gebotenen Gegenleistung zu informieren. Ein Verstoß kann eine Haftung nach § 12 auslösen (oben Rdn. 14). 58

Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass der Bieter die Finanzierung **noch nicht** bei der Veröffentlichung der Entscheidung **zur Abgabe eines Angebotes** gem. § 10 sicherstellen muss, wie dies noch § 15 des DiskE vorsah (oben Rdn. 8). Zutreffend hat der Gesetzgeber diesen Zeitpunkt fallengelassen, weil der Bieter ansonsten schon vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes beispielsweise eine bedingte Kapitalerhöhung durchführen müsste. Dies würde die Insiderproblematik heraufbeschwören, die § 10 gerade vermeiden möchte. § 14 Abs. 1 59

¹⁰⁰ Krause NZG 2000, 905, 908 Fußn. 43.

¹⁰¹ Zustimmend Georgieff/Hauptmann AG 2005, 277, 278.

¹⁰² Hierzu Semler/Volhard/Heemann, § 15 Rdn. 41.

¹⁰³ So auch Georgieff/Hauptmann AG 2005, 277, 278

¹⁰⁴ So Krause NZG 2000, 905, 908 für die vergleichbare Regelung auf europäischer Ebene; ähnlich Haarmann/Vogel³ § 13 Rdn. 84 f.

¹⁰⁵ Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 5.

Satz 3 gibt deshalb dem Bieter insgesamt acht Wochen Zeit, um festzustellen, ob eine entsprechende Finanzierung der Übernahme realisierbar ist.

- 60 e) **Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung.** Der Gesetzgeber unterscheidet zwei Zeitpunkte. **Vor der Veröffentlichung** muss der Bieter bereits wissen, wie er das Angebot finanzieren kann. Die Mittel, die zur Finanzierung des Angebots erforderlich sind, müssen dem Bieter allerdings erst zum **Zeitpunkt der Fälligkeit der Gegenleistung** zur Verfügung stehen. Dieses Tatbestandsmerkmal ist erst durch den Referentenentwurf in das Gesetz gekommen (oben Rdn. 10) und findet sich nicht in anderen Rechtsordnungen. Allerdings ist diese Differenzierung sachgerecht, weil es ausreichen muss, dass der Bieter sich bei Abgabe des Angebots über die Finanzierung sicher ist, ohne dass in diesem Augenblick die Mittel schon zur Verfügung stehen müssen.¹⁰⁶ Anderenfalls müsste der Bieter die finanziellen Mittel auf Vorrat zur Seite legen und diese Kosten wären bei einem Scheitern der Übernahme vergeblich aufgewendet.
- 61 Der Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung dürfte regelmäßig das Ablaufen der Angebotsfrist gem. § 16 darstellen.
- 62 f) **Rechtsfolgen bei unzureichender Finanzierung des Angebots durch den Bieter.** Da es bei einem öffentlichen Angebot zu einem Vertrag zwischen Bieter und Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft kommt, sind in erster Linie vertragliche Ansprüche, wie die Geltendmachung eines Verzugschadens oder ein möglicher Rücktritt zu prüfen.¹⁰⁷ Daneben sind Ansprüche aus § 12 denkbar.

2. Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 13 Abs. 1 Satz 2

- 63 a) **Rechtsqualität der Finanzierungsbestätigung als Kapitalmarktinformation.** Im Falle eines Barangebotes muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen schriftlich bestätigen, dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, die sicherstellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Angebots zur Verfügung stehen. Über die Rechtsqualität dieser Finanzierungsbestätigung schweigt sich der Gesetzgeber aus. **Teilweise wurde die Ansicht** vertreten, die Finanzierung und die Finanzierungsbestätigung könnten nicht als normales Darlehen zu qualifizieren sein, da ein solches aus wichtigem Grund gem. § 490 BGB gekündigt werden könne. Nach dem eindeutigen Wortlaut des § 13 Abs. 1 Satz 2 dürfe die Finanzierungsbestätigung aber keine Einschränkungen enthalten. Die Finanzierungsbestätigung sei deshalb als **Garantie** aufzufassen.¹⁰⁸
- 64 An dieser Ansicht ist zutreffend, dass der Gesetzgeber oder die Parteien für die bisherigen Akquisitionsdarlehen eine Reihe von Kündigungsmöglichkeiten **ausdrücklich vorsehen**: Genannt seien nicht nur § 489 BGB und Nr. 19 Abs. 3 AGB-Banken, sondern auch der Verstoß gegen Auflagen oder bestimmte Verhaltenspflichten (co-

¹⁰⁶ Davon ausgehend auch *Berrar* ZBB 2002, 174, 177.

¹⁰⁷ Zu den Rechtsfolgen siehe auch Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 11 f.

¹⁰⁸ Geibel/Süßmann/Süßmann², § 13 Rdn. 16–20; Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 14; a. A. *Pfüller/Detweiler* BKR 2004, 383, 387.

venants).¹⁰⁹ Allerdings muss berücksichtigt werden, dass die Garantie aus wichtigem Grund kündbar ist und damit die Problematik des Wegfallens der Finanzierungsbestätigung weiterhin besteht. Dass bei der Finanzierungsbestätigung des § 13 Abs. 1 Satz 2 keine Garantie im juristischen Sinne vorliegen kann, wird schon dadurch deutlich, dass sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen gerade nicht verpflichtet, für den Eintritt eines bestimmten wirtschaftlichen Erfolges einzutreten oder die Gefahr eines künftig eintretenden Schadens zu übernehmen.¹¹⁰ Vielmehr haftet das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur dann, wenn die Voraussetzungen des § 13 Abs. 2 und 3 vorliegen. Während die Garantie objektiv gilt, lässt § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 2 aber gerade den Einwand fehlenden (groben) Verschuldens zu. Aus diesem Grund liegt auch kein Schuldbeitritt vor, da das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Angebotsunterlage ja nicht eigens prüft.¹¹¹ Vielmehr möchte das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur unter den Voraussetzungen des § 13 Abs. 2 haften. Die Finanzierungsbestätigung ist deshalb als **Kapitalmarktinformation** durch eine öffentliche Erklärung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu verstehen, die wie bei der Angebotsunterlage **typisiertes Vertrauen** erzeugt und damit die Grundlage des gesetzlich normierten Haftungsanspruchs bildet.¹¹² Das gilt auch dann, wenn ausnahmsweise das positive Interesse als Schadenersatz geschuldet ist.¹¹³

b) Zahlung einer Geldleistung als Gegenleistung. aa) Zahlung einer Geldleistung. (1) Eigene Mittel. Verfügt der Bieter über eigene Mittel, bietet es sich an, das Geld auf ein Sperrkonto des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu überweisen. Die Bestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist möglich, soweit eine **Kontosperr**e eingerichtet ist. Zusätzlich hat sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ein restrangiges Pfandrecht einräumen zu lassen, um vor dem Vollstreckungszugriff von Gläubigern geschützt zu sein. 65

(2) Fremdmittel – Differenzierung zwischen Innenverhältnis und Außenverhältnis. Häufig wird der Bieter Fremdmittel, wie beispielsweise ein Darlehen aufnehmen. Derartige einzelne Modalitäten, welche die Kündigung eines solchen Darlehensvertrages erlauben, bleiben möglich, da solche Einschränkungen ausschließlich das Innenverhältnis zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Bieter betreffen.¹¹⁴ Die Finanzierungsbestätigung als Kapitalmarktinformation im Außenverhältnis darf dagegen keine Beschränkung enthalten (s. genauer unten Rdn. 81). 66

¹⁰⁹ S. im einzelnen Semler/Volhard/Heemann, § 15 Rdn. 62–96.

¹¹⁰ So die Definition für Garantie s. BGH 13. 6. 1996 NJW 1996, 2569, 2570; Palandt/Sprau⁹⁹ vor § 765 Rdn. 16; Semler/Volhard/Hemann, § 15 Rdn. 161. Zudem verjährte die Garantie nach bisherigem Recht erst in 30 Jahren (BGH 19. 2. 1982 NJW 1982, 1809, 1810), während jetzt die einjährige Frist des § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 4 gilt. Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 19.

¹¹¹ Zur Rolle des Beraters s. ausführlich oben Rdn. 29–36.

¹¹² Für die Erklärung des Sachverständigen nach § 9 Abs. 1 Satz 3 ÜbG spricht Huber ÜbG, § 9 Rdn. 30 von »Wissenserklärung«; ähnlich Berrar ZBB 2002, 174, 180; Pfüller/Detweiler BKR 2004, 383, 388; Häuser, FS für Hadding (2004), S. 833, 851.

¹¹³ A. A. Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 16.

¹¹⁴ So auch Berrar ZBB 2002, 174, 177; Häuser, FS für Hadding, (2004), S. 833, 850.

- 67 **bb) Keine Erweiterung der Finanzierungsbestätigung auf Tauschangebote *de lege lata* und *de lege ferenda*.** Die Finanzierungsbestätigung war im Diskussionsentwurf zum WpÜG noch nicht auf Geldleistungen beschränkt, sondern umfasste **allgemein alle notwendigen Mittel**.¹¹⁵ Auch im österreichischen¹¹⁶ und schweizerischen¹¹⁷ Recht ist eine solche Beschränkung auf Geldleistungen nicht vorgesehen. Die Angemessenheit einer Beschränkung der Rolle des Wertpapierdienstleistungsunternehmens auf die Finanzierungszusage von Geldleistungen könnte deshalb fraglich sein.
- 68 Im Ergebnis ist eine solche **Beschränkung** der Finanzierungsbestätigung auf Geldleistungen **sachgerecht**. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann unmittelbar nur über die Geldleistung eine Zusage abgeben, da es sich einen Überblick über die eigenen Refinanzierungsmöglichkeiten verschaffen kann. Weil das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dagegen keinen unmittelbaren Einblick in die gesellschaftsrechtlichen Beziehungen des Unternehmens hat, kann primär nur die Bietergesellschaft selbst entscheiden, ob durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, wie beispielsweise eine Kapitalerhöhung (oben Rdn. 55), Wertpapiere des Bieters zur Verfügung gestellt werden können. Eine Erweiterung ist deshalb *de lege lata* und *de lege ferenda* abzulehnen.
- 69 **cc) Bestätigung bei einem Barangebot, dass Eigen- und Fremdmittel umfasst.** Zudem kann das Problem auftreten, dass die Finanzierung der Übernahme durch Eigen- und Fremdkapital ermöglicht werden soll. In diesem Fall greift der Wortlaut des § 13 Abs. 1 Satz 2 ohne weiteres ein.¹¹⁸ Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen wird die Fremdmittel, wie üblich, besichern; die Eigenmittel wird es auf einem eigenen Depot mit einer Kontosperre einrichten (oben Rdn. 63).
- 70 **c) Aussteller der Finanzierungsbestätigung. aa) Durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen. (1) Beschränkung auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen des EWR.** Aussteller der Finanzierungsbestätigung ist das vom Bieter unabhängige Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Der Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens wird im WpÜG nicht definiert; nach dem Willen des Gesetzgebers soll hierfür § 2 Abs. 4 WpHG einschlägig sein.¹¹⁹ **Nach § 2 Abs. 4 WpHG** sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne dieses Gesetzes Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsunternehmen und nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. *In concreto* sind das, wie der Gesetzgeber betont,¹²⁰ entweder inländische Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute oder Institute mit einem Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums, die berechtigt sind, ohne erneute Zulassung im Inland durch eine Zweigniederlassung oder im Wege rechtsüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs im Inland tätig zu sein.

¹¹⁵ S. § 15 Abs. 1 Satz 2 DiskE, Rdn. 7.

¹¹⁶ S. § 9 Abs. 1 Satz 3 letzter Hs. ÜbG.

¹¹⁷ Art. 20 Abs. 1 UEV-UEK.

¹¹⁸ Häuser, FS für Hadding (2004), S. 833, 841.

¹¹⁹ Begr RegE zu § 13.

¹²⁰ Begr RegE zu § 13.

Weil § 2 Abs. 4 WpHG den Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nur auf das WpHG (»im Sinne dieses Gesetzes«) bezieht, möchte *Süßmann* auch Kreditinstitute außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR), wie aus der Schweiz und aus den USA, die Möglichkeit geben, eine Finanzierungsbestätigung im Sinne von § 13 Abs. 1 Satz 2 abzugeben.¹²¹ Diese Ansicht ließe sich mit der Überlegung stützen, dass der Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 2 Abs. 4 WpHG auf die Pflichten der §§ 31 ff. WpHG abgestimmt ist und die Finanzierungsbestätigung im Rahmen eines Übernahmeverfahrens davon gerade nicht tangiert würde. Auch habe das WpÜG den europäischen Begriff des Wertpapierunternehmens nicht übernehmen müssen, da das WpÜG ja gerade nicht auf der ge-seheiterten Übernahme-RL beruhe.

Allerdings sprechen doch eine Reihe von Argumenten gegen diese Ansicht. Schon der Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist nicht allein aus der nationalen Perspektive des WpHG zu sehen, es handelt sich vielmehr um einen europäischen Begriff. Auf Ebene der Finanzmarkt-RL 2004/39/EG, welche in Art. 4 I Nr. 1 definiert, dass Wertpapierfirma jede juristische Person ist, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig eine oder mehrere Dienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagerätigkeiten ausübt, muss der Begriff autonom ausgelegt werden. Einer Rechtsharmonisierung auf europäischer Ebene würde es aber entgegenstehen, wenn jeder Mitgliedstaat diesen Begriff in den verschiedenen Gesetzen unterschiedlich verwenden würde. Deshalb muss man sich schon aus **systematischen** Gründen an dem Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 2 Abs. 4 WpHG orientieren. Zudem hat der Gesetzgeber seinen **historischen** Willen deutlich zum Ausdruck gebracht, als er sich ausdrücklich auf § 2 Abs. 4 WpHG bezog. Der Wille des Gesetzgebers kann aber nicht ohne weiteres für irrelevant erklärt werden.¹²² Vor allem erscheint das Abstellen auf ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, bei dem sichergestellt ist, dass überall in der EG und im EWR eine entsprechende Aufsicht stattfindet, sinnvoll.¹²³ Öffentlich-rechtliche Überwachung durch ein Aufsichtsamt und zivilrechtliche Sanktionen sind zwei Seiten einer Medaille, um die Einhaltung der Regelungen des WpÜG sicherzustellen. Wo eine entsprechende Aufsicht nicht gewährleistet ist, relativiert sich auch der Wert einer Finanzierungsbestätigung. Folglich ist die Begrifflichkeit des Wertpapierdienstleistungsunternehmens von § 2 Abs. 4 WpHG zu übernehmen.¹²⁴

(2) Finanzierungsbestätigung von Kreditinstituten gem. § 1 Abs. 1 KWG. Üblicherweise werden die Geschäfte des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, wie beispielsweise die Vergabe eines Darlehens, nur von einem Kreditinstitut im Sinne von § 1 Abs. 1 KWG durchgeführt werden können. Inländische Finanzdienstleistungsinstitute gem. § 1 Abs. 1a KWG **scheiden** damit als Institute für eine Finanzierung der Übernahme grundsätzlich **aus**.

¹²¹ Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 25 f.

¹²² Etwas anderes gilt nur bei klassischen Redaktionsversehen, die dem Willen des Gesetzgebers zuwider laufen. Allerdings ist dies oft nicht einfach festzustellen, zu § 284 Abs. 3 BGB alter Fassung s. beispielsweise Möllers WM 2000, 2284 ff.

¹²³ Zur Schaffung eines einheitlichen Passes für reine Finanzdienstleister s. Schäfer AG 1993, 389 f.

¹²⁴ So auch Berrar ZBB 2002, 174, 176; im Ergebnis ebenso, allerdings ohne weitere Begründung, Haarmann/Schüppen/Vogel³ § 13 Rdn. 95.

- 74 Allerdings wurde oben zwischen dem Finanzierungsvorhaben im Verhältnis zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Bieter einerseits und der Kapitalmarktinformation im Außenverhältnis zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und dem Markt andererseits unterschieden (oben Rdn. 64). Damit kann einerseits der Umfang von Darlehensabrede und Finanzierungsbestätigung auseinanderfallen. Zum anderen können aber auch die Personen von Darlehenszusage und Finanzierungsbestätigung auseinanderfallen. Üblicherweise sind in einem Übernahmekonsortium oft mehrere Finanzgeber. Diese müssen aber nicht alle eine Finanzierungsbestätigung im Sinne von § 13 Abs. 1 Satz 2 abgeben. Im Ergebnis kann sogar ein reines Finanzdienstleistungsinstitut als Aussteller einer Finanzierungsbestätigung in Frage kommen, wenn eine **entsprechende Abrede** zwischen Bieter und dem Kreditinstitut vorliegt.¹²⁵
- 75 **bb) Unabhängig vom Bieter. (1) Regelungszweck.** Mit dem Merkmal der Unabhängigkeit soll verhindert werden, dass die **gesellschaftsrechtliche Bindung** zwischen Bieter und Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu einer faktischen Einflussnahme auf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen führt und dieses eine Gefälligkeitsbescheinigung ausstellt.¹²⁶ Gerade die nicht immer guten Erfahrungen mit den Testaten von Wirtschaftsprüfern bei Abschlussprüfungen haben gezeigt, dass Abhängigkeiten die Qualität der Kontrolle beeinflussen.¹²⁷ Deshalb soll verhindert werden, dass trotz der Haftungsandrohung des § 13 Abs. 2 zu leichtfertig die Finanzierungsbestätigung ausgestellt wird.
- 76 **(2) Abhängigkeit zwischen Unternehmen.** Abhängigkeit besteht schon nach dem klaren Wortlaut von § 17 AktG im Verhältnis von (herrschender) Mutter zur Tochter. Die von der herrschenden Mutter abhängigen Töchter können damit als Wertpapierdienstleistungsunternehmen keine Finanzierungsbestätigung gem. § 13 Abs. 1 Satz 2 ausstellen. Gleiches wird man zwischen Schwestergesellschaften annehmen können, da in diesem Fall die Gefahr besteht, dass die Mutter unzulässigen Einfluss auf die Schwestern ausübt. **Umgekehrt kann die Mutter** die Finanzierungsbestätigung für die Tochter **abgeben**, da in dieser Konstellation gerade keine Abhängigkeit besteht.¹²⁸
- 77 **(3) Abhängigkeiten durch Mitarbeit im Aufsichtsrat des Bieters.** Ohne Zweifel ist es zulässig, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Bieter bei der Vorbereitung und Durchführung des Angebotes berät.¹²⁹ Problematisch sind dagegen Fälle, in denen Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zugleich im Aufsichtsrat des Unternehmens des Bieters sitzen. Zum Teil wird vertreten, dass sich in einem solchen Fall der Bankenvertreter als Aufsichtsratsmitglied seiner

125 Ebenso im Ergebnis ohne diese Begründung Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 27.

126 Begr RegE zu § 13.

127 Zur Stärkung der Rechtsposition durch das KonTraG 1998 und die Änderungen der § 111 Abs. 2 Satz 3 AktG und § 319 Abs. 2 HGB, s. Möllers AG 1999, 433, 438; Zimmer NJW 1998, 3521, 3532.

128 Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 28 f., a. A. Georgieff/Hauptmann AG 2005, 277, 282.

129 Dies war in § 14 DiskE noch ausdrücklich vorgesehen, Rdn. 9, 28 ff. und ausdrücklich Begr RegE zu § 13.

Stimme enthalten müsse;¹³⁰ darüber hinaus wird behauptet, eine Abstandnahme des Wertpapierdienstleistungsunternehmens von der Unternehmensübernahme sei wegen des Fehlens eines entsprechenden Ausschlussstatbestands *de lege lata* nicht zu begründen.¹³¹

Daran ist richtig, dass das Gesetz selbst Interessenkonflikte bzgl. der Finanzierung der Übernahme durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht explizit verbietet (**Innenverhältnis**). Davon zu trennen ist allerdings die Finanzierungsbestätigung im **Außenverhältnis**: Diese hat nach dem eindeutigen Wortlaut durch ein »unabhängiges« Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu erfolgen. *In concreto* bedeutet dies, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die einen Bankenvertreter in den Aufsichtsrat des Bieters bestellen, gerade keine Finanzierungszusage abgeben dürfen. Sollten solche Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Finanzierung des Unternehmens wünschen, müssten sie ein drittes Wertpapierdienstleistungsunternehmen beauftragen, welches die Finanzierungszusage im Außenverhältnis gegenüber den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft abgibt.¹³² 78

(4) **Rein wirtschaftliche Abhängigkeit.** Neben gesellschaftsrechtlichen Bindungen können auch personelle Verflechtungen oder faktisch bestehende Möglichkeiten der Einflussnahme ausreichen, um die Unabhängigkeit zu verneinen.¹³³ Die Vorbereitung der Übernahme durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen beeinträchtigt noch nicht diese Abhängigkeit, da nach dem Willen des Gesetzgebers diese Unternehmen durchaus die Finanzierungsbestätigung erteilen können.¹³⁴ Eine faktische Einflussnahme kann aber dann bestehen, wenn die Verbindungen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens oder einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft deutlich über das für die Vorbereitung einer Übernahme Erforderliche hinausgehen. 79

d) **Art und Umfang der Finanzierungsbestätigung.** aa) **Schriftliche Finanzierungsbestätigung.** Wie § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 verdeutlicht, muss die Finanzierungsbestätigung auch die Angabe von **Firma, Sitz und Rechtsform** des ausstellenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens enthalten. Diese Angaben sollen ermöglichen, Haftungsansprüche gegenüber dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 13 Abs. 2 durchzusetzen.¹³⁵ Die Angaben stellen nicht etwa nur eine ergänzende Angabe im Sinne der Angebotsunterlage, sondern die öffentliche Erklärung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens selbst dar.¹³⁶ 80

bb) **Die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel auf die Geldleistung stehen zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs zur Verfügung.** (1) **Unzulässigkeit einer Bedingung.** Die Finanzierungsbestätigung als Kapitalmarktinformation im Außenverhältnis darf keine Beschränkung enthalten. Nur 81

¹³⁰ Herkenroth AG 2001, 33, 40; Oechsler NZG 2001, 817, 824; Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 30; Herrmann, WM 1997, 1689 ff.

¹³¹ Oechsler NZG 2001, 817, 824; Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 30.

¹³² Dafür spricht auch rechtsvergleichend, dass Rule 3.3 City Code, Rdn. 28 ausdrücklich ein Mitwirkungsverbot vorsieht, s. Oechsler NZG 2001, 817, 824.

¹³³ Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 9.

¹³⁴ Begr RegE zu § 13.

¹³⁵ Begr RegE zu § 11.

¹³⁶ Geibel/Süßmann/Geibel² § 11 Rdn. 41.

auf diese Weise kann ein typisiertes Vertrauen entstehen, dass die Grundlage für einen Haftungsanspruch aus § 13 Abs. 2 bildet. Wäre eine Einschränkung in der Finanzierungsbestätigung zulässig, würde der Anspruch nämlich entfallen, da der Anspruchsgegner die Beschränkung dann im Sinne von § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 3 Nr. 2 kannte.

Wenn erörtert wird, ob an die Finanzierungsbestätigung **bestimmte Handlungsbeschränkungen** geknüpft werden dürfen,¹³⁷ wird nicht deutlich genug zwischen dem **Innen- und Außenverhältnis** differenziert: Im Innenverhältnis, also zwischen Bieter und Wertpapierdienstleistungsunternehmen können Bedingungen sowohl an das Darlehen als auch an die Finanzierungsbestätigung geknüpft werden (oben Rdn. 64); im Außenverhältnis, also im Verhältnis von Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu Dritten, ist eine solche Bedingung unzulässig.¹³⁸

- 82 **(2) Zweite Finanzierungsbestätigung und Erhöhung des Angebotes gem. § 21.** Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen bezieht seine Finanzierungsbestätigung auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Mögliche **Verbesserungen des Angebotes** seitens des Bieters gem. § 21 kann es deshalb nicht vorhersehen; sie sind insoweit auch nicht von der Finanzierungsbestätigung umfasst.¹³⁹ Allerdings muss sich der Bieter gem. § 21 Abs. 3 i. V. m. § 13 Abs. 1 Satz 2 für den verbesserten Teil des Angebots eine eigene Finanzierungsbestätigung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens beschaffen.
- 83 **(3) Zweite Finanzierungsbestätigung und Erwerb von Aktien während des Angebotsverfahrens (§ 31 Abs. 3 Nr. 2).** Erwirbt der Bieter bei einem Tauschangebot nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zum Angebotsende 1 % der Aktien der Zielgesellschaft, muss er gem. § 31 Abs. 3 Nr. 2 zwingend eine Gegenleistung in Euro anbieten. Wiederum greift dann § 21 Abs. 3 i. V. m. § 13 Abs. 1 Satz 2 ein.¹⁴⁰ Der Bieter muss für eine zweite ergänzende Finanzierungsbestätigung sorgen.
- 84 **(4) Nachbesserung.** Erwirbt der Bieter während der Angebotsfrist Aktien der Zielgesellschaft zu einem höheren als dem Angebotspreis, ist er den anderen Aktionären zur Nachbesserung gem. § 31 Abs. 4 verpflichtet. Auch in diesen Fall bezieht sich die Finanzierungszusage nur auf das ursprüngliche Angebot.

III. Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens aufgrund der Finanzierungsbestätigung gem. § 13 Abs. 2, 3

1. Parteien

- 85 **a) Anspruchsteller.** Anspruchsinhaber ist der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, der das aus einer Geldleistung bestehende Angebot angenommen hat.

¹³⁷ In diese Richtung *Thaeter/Barth* NZG 2001, 545, 548; *Geibel/Süßmann/Süßmann*² § 13 Rdn. 23: »bedarf noch der Entwicklung in der Praxis«.

¹³⁸ So auch *Pfüller/Detweiler* BKR 2004, 383, 387; *Georgieff/Hauptmann* AG 2005, 277, 282.

¹³⁹ *Geibel/Süßmann/Süßmann*² § 13 Rdn. 12; *Häuser*, FS für Hadding (2004), S. 833, 851; *Georgieff/Hauptmann* AG 2005, 277, 282.

¹⁴⁰ *Geibel/Süßmann/Süßmann*² § 13 Rdn. 13.

b) Anspruchsgegner. Anspruchsgegner ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das die **Finanzierungsbestätigung erteilt hat**. Wie gezeigt (oben Rdn. 72), muss dies nicht zwingend dasjenige Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein, das die Übernahme finanziert hat. 86

Bei unrichtigen Angaben nach § 11 kommen daneben die nach § 12 Verantwortlichen als Anspruchsgegner in Betracht.

2. Fehlende Geldleistung

a) Kein Abstellen auf die Unrichtigkeit der Finanzierungsbestätigung. Wie schon oben festgestellt, handelt es sich bei der Finanzierungsbestätigung um eine Kapitalmarktinformation (oben Rdn. 63). Damit stellt § 13 Abs. 2 eine Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation dar. Allerdings wird im Gegensatz zu § 12 das Vertrauen insoweit noch weiter typisiert, als der Gesetzgeber für den Haftungsanspruch des § 13 Abs. 2 **nicht auf die Fehlerhaftigkeit der Finanzierungszusage abstellt**, auf die der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft vertraut, sondern auf das Scheitern der Finanzierung, weil die notwendigen Mittel im relevanten Zeitpunkt nicht zur Verfügung stehen. Die Fehlerhaftigkeit der Finanzierungszusage wird damit nur indirekt vorausgesetzt.¹⁴¹ 87

Weil nicht auf die Unrichtigkeit der Finanzierungsbestätigung abgestellt wird, ist die **Kenntnis des Annehmenden** von der Finanzierungsbestätigung unerheblich.¹⁴² 88

b) Bieter hat notwendige Maßnahmen nach § 13 Abs. 1 Satz 2 nicht getroffen. Die notwendigen Maßnahmen, die bei einer Geldleistung erforderlich sind, wurden oben geschildert (oben Rdn. 55 ff.): das kann die Überweisung eigener Mittel auf ein Sperrkonto des Wertpapierdienstleistungsunternehmens sein, aber auch die Aufnahme eines Kredites durch den Bieter. 89

c) Bieter stehen die im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung notwendigen Mittel nicht zur Verfügung. Für eine Haftung nach § 13 Abs. 2 ist entscheidend, dass dem Bieter die im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Geldleistung notwendigen Mittel nicht zur Verfügung stehen. Im Ergebnis wird damit die Übernahme scheitern. 90

3. Kausalität zwischen dem Nichtergreifen der Maßnahmen und dem Fehlen der notwendigen Mittel

a) Begründung der Kausalität. Das Nichtergreifen der Maßnahmen des Bieters muss kausal dafür sein, dass die notwendigen Mittel im Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung nicht zur Verfügung stehen. Damit beschränkt sich die Sorgfaltspflicht nur auf das Nichtergreifen der erforderlichen Maßnahmen. In diesem Umfang besteht eine **Erfolgshaftung**¹⁴³ des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für das Nichthandeln des Bieters. 91

¹⁴¹ So auch Häuser, FS für Hadding (2004), S. 833, 857.

¹⁴² Häuser, FS für Hadding (2004), S. 833, 857.

¹⁴³ S. oben Rdn. 64. Zur Exkulpation s. aber § 13 Abs. 3 i. V. m. § 12 Abs. 2.

Fehlt es dagegen an der Sachleistung, kommt eine Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 13 Abs. 2 nicht in Betracht, sondern nur Ansprüche gegen den Bieter.

- 92 Fraglich ist, was gilt, wenn ursprünglich die erforderlichen Maßnahmen ergriffen worden waren, die Voraussetzungen dafür aber **später weggefallen** sind. So könnte ein Darlehensvertrag die erforderlichen Barmittel abgesichert haben, das Darlehen wegen einer späteren Kündigung aber aufgehoben worden sein. Zum Teil wird behauptet, dass das Ausbleiben der Mittel dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht angelastet werden kann, es damit also zu keiner Haftung komme.¹⁴⁴
- 93 Diese Ansicht trennt jedoch nicht klar genug zwischen dem oben geschilderten **Innenverhältnis** und dem **Außenverhältnis**. Wie oben gezeigt, steht es dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen durchaus frei, einen Darlehensvertrag zu kündigen, wenn die Voraussetzungen für eine solche Kündigung vorliegen (oben Rdn. 64). Allerdings bleibt die Finanzierungsbestätigung von einer solchen Kündigung unberührt (oben Rdn. 64, 79). Es bleibt bei einer Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens.¹⁴⁵
- 94 **b) Fehlen der Kausalität.** Eine Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens besteht dagegen nicht, wenn die Finanzierung des Angebotes an einem Umstand scheitert, der nichts mit dem ursprünglichen »Ergreifen der Maßnahmen« zu tun hat. Das kann, wie oben gezeigt, die Verbesserung des Angebots gem. § 21 sein oder die Verwirklichung der Tatbestände des § 31 Abs. 3 oder 4 (oben Rdn. 80–82).
- 95 Die Bereitstellung der notwendigen Mittel bezieht sich auch **nur auf das Angebot**. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen haftet insoweit nicht für das Insolvenzrisiko des Bieters.¹⁴⁶

4. Schadenersatz wegen der nicht vollständigen Erfüllung des Angebots

- 96 **a) Positives Interesse.** Nach Willen des Gesetzgebers ist der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft so zu stellen, als hätte der Bieter ordnungsgemäß erfüllt.¹⁴⁷ Während bei § 12 der Wertpapierinhaber den Vertrag unter falschen Voraussetzungen annimmt und sich vom Vertrag lösen möchte, kommt bei § 13 mangels Finanzierung gerade **kein Vertrag zustande**. Im Gegensatz zu § 12 zielt der Schaden bei § 13 auf das positive und nicht auf das negative Interesse (oben Rdn. 62).¹⁴⁸
- 97 **b) Bar- und Tauschangebot.** Bei einem **Barangebot** würde der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft den Angebotspreis nebst einer eventuellen Erhöhung erhalten. Er könnte damit die Differenz zwischen diesem Preis und dem Marktpreis seiner

¹⁴⁴ *Schüppen* WPg 2001, 958, 963.

¹⁴⁵ So im Ergebnis, wenn auch nicht mit dieser Begründung Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 33.

¹⁴⁶ *Liebscher* ZIP 2001, 853, 863 Fußn. 55.

¹⁴⁷ Begr. RegE zu § 11.

¹⁴⁸ Zur Unterscheidung zwischen positivem und negativem Interesse s. Palandt/*Heinrichs*⁴ vor § 249 Rdn. 16 f.

Aktie als Schaden geltend machen. Alternativ kann er den vollen Angebotspreis Zug um Zug gegen Herausgabe seiner Aktie verlangen.¹⁴⁹

Bei einem **Tauschangebot** hätte er bei einer erfolgreichen Übernahme die Aktien des Bieters als Tausch gegen die eigenen Aktien erhalten. Diese Aktien muss das Wertpapierunternehmen den geschädigten Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft Zug um Zug gegen Herausgabe der eigenen Aktien zur Verfügung stellen. Im Ergebnis wird das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Aktien des Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft erwerben. Naturalrestitution im Sinne von § 249 BGB bedeutet, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Wertpapiere der Zielgesellschaft übernehmen muss.¹⁵⁰

c) **Maßgeblicher Zeitpunkt.** Ungeklärt ist die Frage, ob für die Höhe des Schadens der **Zeitpunkt des Scheiterns des öffentlichen Angebots** maßgeblich ist, oder ob der Aktionär der Zielgesellschaft noch **einige Tage zuwarten kann**, bevor er den Schadenersatzanspruch aufgrund fallender Kurse geltend macht. 98

Die **Problematik** lässt sich sowohl beim Tausch- als auch beim Barangebot **umgehen**. Wenn der Wertpapierinhaber jeweils seine Aktie hergibt und entweder die Aktie des Bieters oder den Angebotspreis erhält, ist seinem positiven Interesse stattgegeben. Damit umgeht man die Problematik, ob ein Abwarten nach Ablauf der Angebotsfrist den Schadenersatzanspruch wegen Mitverschuldens mindert. 99

5. Verweis auf § 12 Abs. 2–6 WpÜG (§ 13 Abs. 3)

Weil nicht auf die fehlerhafte Finanzierungsbestätigung abzustellen ist (s. o. Rdn. 87), sind bestimmte Verhaltensverstöße im Rahmen des Verschuldens zu prüfen, für das § 12 Abs. 2 2. Hs. gilt: Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann sich bei **fehlender grober Fahrlässigkeit exkulpieren**. Vorwerfbar ist es, wenn es eine Finanzierungsbestätigung abgibt, obwohl im Zeitpunkt der Erteilung die Finanzierung noch mit Ungewissheit behaftet ist. Zudem bestehen im Rahmen des Zumutbaren Kontroll- und Nachforschungspflichten.¹⁵¹ 100

Für die Kommentierung des § 13 Abs. 3 wird im Übrigen auf die Kommentierung der § 12 Abs. 2–6 verwiesen (oben § 12 Rdn. 101 ff.). 101

¹⁴⁹ So auch *Berrar* ZBB 2002, 174, 183 f.; a. A. *Georgieff/Hauptmann* AG 2005, 277, 284.

¹⁵⁰ Ohne Begründung ebenso *Thaeter/Barth* NZG 2001, 545, 548; **unklar** bei Geibel/Süßmann/Süßmann² § 13 Rdn. 34.

¹⁵¹ Steinmeyer/Häger/Steinhardt² § 13 Rdn. 18.