Matthias Santelmann

# Angebotsunterlagenhaftung

## Die Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen bei öffentlichen Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangeboten nach § 12 WpÜG im Kontext konkurrierender Anspruchsgrundlagen und im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen

Juristische Reihe TENEA / www.jurawelt.com Bd. 44

Matthias Santelmann Angebotsunterlagenhaftung
44
Juristische Reihe TENEA / www.jurawelt.com

TENEA

Die vorliegende Arbeit behandelt die Angebotsunterlagenhaftung aus § 12 des Anfang 2002 in Kraft getretenen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes. Der Verfasser untersucht die Grundlagen, die Entstehungsgeschichte sowie sämtliche Tatbestandsmerkmale der Vorschrift und setzt sie in einen Vergleich zu den übernahmerechtlichen Regelungen in den USA, Großbritannien und Österreich. Daneben erfolgt eine Einordnung der Norm in das komplexe Schutzsystem zu Gunsten der Aktionäre einer Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahme- und Pflichtangeboten. Obgleich § 12 WpÜG den spezialgesetzlichen Tatbeständen der Verkaufs- oder Börsenprospekthaftung ähnelt, macht die Arbeit deutlich, dass eine Übertragung der hierfür in Rechtsprechung und Literatur aufgestellten Auslegungsgrundsätze die Besonderheiten der übernahmerechtlichen Sachverhalte nur unzureichend erfasst. § 12 WpÜG regelt nämlich anders als bislang bestehende Prospekthaftungsnormen die Haftung eines Erwerbers und nicht eines Veräußerers von Wertpapieren. Der Verfasser gelangt zu dem Ergebnis, dass die Angebotsunterlagenhaftung nur öffentliche Wertpapiertauschangebote betrifft und der individuelle Schadensersatzanspruch nicht auf die Rückabwicklung einer Vielzahl von Wertpapiertransaktionen, sondern auf Wertersatz in Geld gerichtet ist.

**Matthias Santelmann** wurde 1972 in Celle / Niedersachsen geboren. Er studierte Rechtswissenschaften in Heidelberg und Berlin, wo er seit 2000 als Rechtsanwalt tätig ist. Einen Teil seiner Ausbildung absolvierte er in New York City.

TENEA

ISBN 3-86504-014-4 30 €

TENEA

Juristische Reihe TENEA / www.jurawelt.com Bd. 44

**Tenea** (ἡ Τενέα), Dorf im Gebiet von Korinth an einem der Wege in die → Argolis, etwas s. des h. Chiliomodi. Sehr geringe Reste. Kult des Apollon Teneates. T. galt im Alt. sprichwörtl. als glücklich, wohl wegen der Kleinheit […]

Aus: K. Ziegler, W. Sontheimer u. H. Gärtner (eds.): *Der Kleine Pauly.* Lexikon der Antike. Bd. 5, Sp. 585. München (Deutscher Taschenbuch Verlag), 1979.

**Matthias Santelmann**

# Angebotsunterlagenhaftung

*Die Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen bei öffentlichen Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangeboten nach § 12 WpÜG im Kontext konkurrierender Anspruchsgrundlagen und im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen*

TENEA

Matthias Santelmann:

# Angebotsunterlagenhaftung

*Die Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen bei öffentlichen Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangeboten nach § 12 WpÜG im Kontext konkurrierender Anspruchsgrundlagen und im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen*

(Juristische Reihe TENEA /www.jurawelt.com; Bd. 44)

Zugleich Humboldt-Universität zu Berlin
Dissertation 2003

© TENEA Verlag für Medien
Berlin 2003
Alle Rechte vorbehalten. All rights reserved.
Digitaldruck und Bindung:
Digital-Print-Service · 10119 Berlin
Umschlaggestaltung: nach Roland Angst, München
TENEA-Graphik: Walter Raabe, Berlin
Printed in Germany 2003

ISBN 3-86504-014-4

*Meinen Eltern.*

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2002/2003 der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation vorgelegt. Rechtsprechung und Literatur fanden bis Oktober 2002 Berücksichtigung.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski für die Begleitung der Promotion. Ferner danke ich Herrn Prof. Dr. Thomas Raiser für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Weiterhin gilt mein Dank der Rechtsanwaltskanzlei Wilmer, Cutler & Pickering – Quack, Berlin, für die Unterstützung meiner Arbeit.

Zuletzt möchte ich noch ein dickes Dankeschön an Silke aussprechen, die mich in der heißen Phase der Promotion liebevoll ertragen hat.

Berlin im Juni 2003 *Matthias Santelmann*

# Inhaltsverzeichnis

**Einleitung ..... 1**

A. Überblick ..... 1

I. Schutzzwecke des WpÜG ..... 3

1. Schutzbedürfnisse der Zielgesellschaft ..... 3

2. Schutzbedürfnisse der Wertpapierinhaber, bzw. Aktionäre der Zielgesellschaft ..... 4

II. Gesetzgeberische Mittel zur Erreichung des Schutzes ..... 7

B. Themenstellung ..... 9

I. Praktische Bedeutung der Angebotsunterlagenhaftung ..... 10

II. Rechtliche Bedeutung der Angebotsunterlagenhaftung ..... 12

C. Gang der Darstellung ..... 15

**1. Teil: Grundlagen der Angebotsunterlagenhaftung ..... 19**

A. Gesetzgeberische Grundintention ..... 20

I. Rechtstatsachen ..... 20

II. Der Fall *Mannesmann/Vodafone* ..... 21

B. Die Angebotsunterlage als Haftungsanknüpfung ..... 22

I. Formelle Anforderungen an das Vorliegen einer nach § 12 WpÜG haftungsrelevanten Angebotsunterlage ..... 23

1. Rechtswidrig veröffentlichte Angebote ..... 23

a) Von der BAFin untersagte Angebote ..... 24

b) Fehlerhaft veröffentlichte Angebote ohne Untersagung bzw. mit Gestattung ..... 24

c) Rechtswidrige Angebote außerhalb des WpÜG ohne Untersagung ..... 24

2. Rechtmäßig veröffentlichte Angebote außerhalb des WpÜG ..... 26

II. Materielle Anforderungen an das Vorliegen einer nach § 12 WpÜG haftungsrelevanten Angebotsunterlage ..... 26

III. Rechtliche Funktionen der Angebotsunterlage ..... 27

1. Die Angebotsunterlage als Vertragsangebot im Sinne des § 145 BGB ..... 28

a) Angebotsdichotomie ..... 28

b) Das strukturelle Ungleichgewicht zwischen Bieter und Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ..... 29

c) Rechtliche Bindungswirkung ..... 30

aa) Verbot der invitatio ad offerendum ... 30
bb) Verbot von Potestativbedingungen ... 31
cc) Verbot von Rücktritts- und Widerrufsvorbehalten ... 33
dd) Zeitpunkt des Entstehens der Bindungswirkung ... 33
d) Besonderheiten des Zugangs der Angebotserklärung nach dem WpÜG ... 35
e) Angebotsannahme ... 36
f) Vertragsdurchführung ... 37
2. Die Angebotsunterlage als Erwerbsprospekt ... 37
a) Begriff ... 38
b) Werbezweck ... 39
aa) Das Übernahmeangebot als Wettbewerbsinstrument auf einem Markt für Unternehmenskontrolle ... 40
bb) Der Werbezweck der Pflichtangebotsunterlage ... 43
c) Informationszweck ... 45
d) Vom Bieter aufzunehmende Angaben; Begriff ... 45
aa) Abgrenzung zum Angebotsinhalt ... 46
bb) Notwendige Angaben: Grundsätze der Prospektwahrheit und der Prospektklarheit ... 48
cc) Erwerbsbezogene Angaben ... 50
(1) Transaktionsbezogene Angaben ... 50
(i) Vertragsschluss- und -durchführungsangaben; Abwicklungsmodalitäten ... 50
(ii) Steuern ... 51
(iii) Angaben zur Bewertung der zu erwerbenden Wertpapiere ... 52
(iv) Relevante Vorerwerbe ... 53
(v) Angaben zur Sicherstellung der Finanzierung ... 53
(vi) Vorteilsgewährungen ... 54
(2) Unternehmensbezogene Angaben ... 55
(i) Bieterabsichten ... 55
(ii) Bestehende Beteiligungen ... 56
(iii) Auswirkungen auf den Bieter ... 57
e) Übernahmerechtliche Bereichsöffentlichkeit ... 57
aa) Primäradressaten ... 58
(1) Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ... 58

(2) Verwaltung der Zielgesellschaft ..... 58
(3) Arbeitnehmer der Zielgesellschaft ..... 59
bb) Sekundäradressaten ..... 60
(1) BAFin ..... 60
(2) Aktionäre bzw. Anteilseigner des Bieters ..... 60
(3) Bereichsöffentlichkeit im Sinne des § 15 WpHG ..... 61
f) Das Dilemma des Bieters bei der Ausgestaltung der Angebotsunterlage ..... 61
aa) Der strukturelle Unterschied zwischen Erwerbs- und Veräußerungsprospekten ..... 61
bb) Interesse des Bieters am Erfolg des Angebots ..... 62
cc) Interesse des Bieters an einem möglichst lukrativen Wertpapiererwerb ..... 62
dd) Besonderheiten bei Pflichtangeboten ..... 63
ee) Besonderheiten bei Tauschangeboten ..... 63
3. Die Angebotsunterlage als Veräußerungsprospekt ..... 64
a) Integrierter Veräußerungsprospekt ..... 65
b) Angaben nach § 7 VerkProspG i.V.m. § 2ff. VerkProspVO ..... 65
aa) Emittentenbezogene Angaben ..... 67
(1) Identitätsangaben ..... 67
(2) Angaben zur Eigenkapitalstruktur ..... 68
(3) Angaben zur Geschäftstätigkeit und zu den Geschäftsaussichten ..... 69
(4) Angaben zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ..... 70
bb) Wertpapierbezogene Angaben ..... 70
(1) Art, Ausstattung, Stückzahl und Gesamtnennbetrag ..... 71
(2) Steuern ..... 71
(3) Handelbarkeit und Handelsmärkte ..... 72
(4) Ausgabepreis ..... 73
c) Fundstellenangabe; Zueigenmachen bereits veröffentlichter Prospekte ..... 73
d) Änderungsangaben ..... 75
C. Funktion und Inhalt der Angebotsunterlage in anderen Rechtsordnungen ..... 75
I. USA ..... 75
1. Grundsätzliche Unterschiede zum deutschen Regelungsrahmen ..... 76
a) Übernahmeangebot und tender offer ..... 76
b) Pflichtangebot ..... 77
2. Verfahrensablauf ..... 77

3. Das *Tender Offer Statement* – Inhalt und Funktion ..... 78
II. Großbritannien ..... 80
1. Regelungsrahmen ..... 80
2. Verfahrensablauf ..... 81
3. *The offer document* – Inhalt und Funktion ..... 81
a) Bieterabsichten ..... 82
b) Veräußerungsbezogene Angaben ..... 82
c) Erwerbsbezogene Angaben ..... 82
d) Angaben zur Finanzierung ..... 83
e) Angaben zu bestehenden Beteiligungen ..... 83
f) Prospektfunktion ..... 84
III. Österreich ..... 84
1. Verfahrensablauf ..... 84
a) Entscheidungsbekanntmachung ..... 85
b) Anzeige des Angebots bei der Übernahmekommission ..... 86
c) Prüfungsumfang; Maßnahmen der Übernahmekommission ..... 86
d) Angebotsveröffentlichung ..... 87
2. Funktion und Inhalt der Angebotsunterlage ..... 87
a) Vertragsangebotsfunktion ..... 87
b) Prospektfunktion ..... 88
aa) Erwerbsbezogene Angaben ..... 89
(1) Identitätsangaben; Beteiligungen am Bieter ..... 89
(2) Angebotsinhalt; Gegenleistung ..... 89
(3) Mindest- und Höchsterwerbsschwellen ..... 91
(4) Bestehende Beteiligungen des Bieters an der Zielgesellschaft ..... 92
(5) Bieterabsichten ..... 92
(6) Finanzierungsbedingungen ..... 93
(7) Unterschiede zum deutschen Recht ..... 94
bb) Veräußerungsbezogene Angaben ..... 95

**2. Teil: Einzelheiten der Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen gem. § 12 WpÜG ..... 97**

A. Die Konzeption der Angebotsunterlagenhaftung ..... 97

I. Rechtstatsachen ..... 97
a) Der Fall Computer 2000 AG ..... 98
b) Die Entscheidung im Lichte des WpÜG ..... 99
II. Normentstehung ..... 100
III. Haftungsgrund ..... 102
1. Inanspruchnahme besonderen typisierten Vertrauens ..... 102
a) Fehlende generelle Übertragbarkeit des Vertrauensgedankens ..... 103
b) Persönliche Verantwortungsübernahme durch Unterzeichnung der Angebotsunterlage ..... 104
2. Privilegierung der Haftungsverpflichteten ..... 104
3. Privilegierung der Anspruchsinhaber ..... 105
4. Nachträgliche materielle Prospektkontrolle ..... 105
a) Die präventive Funktion der Angebotsunterlagenhaftung ..... 107
b) Verlässlichkeit der sachlichen Entscheidungsgrundlage ..... 107
5. Rechtfertigung eines nachträglichen Schutzes für Desinvestitionsentscheidungen ..... 108
a) Übernahmeangebote ..... 108
b) Pflichtangebote ..... 110
c) Besonderheiten bei Tauschangeboten - Neuinvestitionsschutz ..... 110
IV. Rechtsdogmatische Einordnung der Haftung nach § 12 WpÜG ..... 110
1. Vertragliche und quasivertragsrechtliche Komponente ..... 111
2. Deliktsrechtsrechtliche Komponente ..... 112
B. Der Weg anderer Rechtsordnungen ..... 113
I. USA ..... 113
1. Materielle Prospektkontrolle ..... 114
a) SEC ..... 114
b) Zielgesellschaft ..... 115
2. Nachträglicher Des- bzw. Neuinvestitionsschutz ..... 116
II. Großbritannien ..... 118
1. Materielle Prospektkontrolle ..... 118
a) Takeover Panel ..... 118
b) Unabhängiger Sachverständiger ..... 119
c) Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ..... 119
2. Nachträglicher Des- bzw. Neuinvestitionsschutz ..... 120

III. Österreich ... 121
1. Materielle Prospektkontrolle ... 121
a) Übernahmekommission ... 121
b) Unabhängiger Sachverständiger ... 122
2. Nachträglicher Des- bzw. Neuinvestitionsschutz ... 123
C. Einzelne Haftungsvoraussetzungen ... 123
I. Haftungsverpflichtete ... 124
1. Verantwortliche ... 125
a) Formale Bestimmung der Verantwortlichkeit ... 125
b) Materielle Bestimmung der Verantwortlichkeit ... 126
c) Selbständige Garantieerklärungen ... 127
d) Partielle Verantwortungsübernahme ... 128
e) Einzelne Gruppen potenziell verantwortlicher Personen ... 128
aa) Der Bieter als Pflichtverantwortlicher ... 129
bb) Pflichtverantwortlicher bei Bieterkonsortien ... 130
cc) Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen ... 131
dd) Banken und Wertpapierdienstleistungsunternehmen ... 132
ee) Sonstige Mitfinanzierende ... 133
2. Veranlassende ... 134
a) Tatsächliche Urheberschaft ... 135
b) Eigenes wirtschaftliches Interesse ... 137
c) Einzelne Gruppen potenziell veranlassender Personen ... 137
aa) Bieter im materiellen Sinne; Konzernobergesellschaften ... 138
bb) Bieter auf Grund gesetzlicher Verpflichtung (Pflichtangebotsbieter) ... 140
cc) Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen ... 141
dd) Zielgesellschaft; Verwaltung der Zielgesellschaft ... 141
ee) Banken und Kreditinstitute ... 144
II. Anspruchsberechtigte ... 144
1. Angebotsannahme ... 145
a) Vertragsschluss mit dem Bieter auf Grund des Angebots ... 145
b) Wirksamkeit des Vertrags; Ausfall von Bedingungen ... 146
2. Annehmende Aktionäre und sonstige Wertpapierinhaber ... 146
a) Formale Aktionärsstellung ... 147
b) Inhaber von Depository Receipts ... 148

c) Verbleibende Aktionäre ..... 148
3. Zweifelsfälle ..... 149
a) Partiell annehmende Aktionäre und sonstige Wertpapierinhaber ..... 149
b) Zwischenerwerber; as-tendered-Handel ..... 150
c) Zweiterwerber der vom Bieter als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere bei Tauschangeboten ..... 151
III. Fehlerhafte wesentliche Angaben ..... 152
1. Fehlerhaftigkeit der Angaben ..... 152
a) Unerheblichkeit der Gestattung bzw. Nichtbeanstandung der Angebotsunterlage durch die BAFin ..... 152
b) Unrichtigkeit und Unvollständigkeit ..... 153
aa) Tatsächliche Fehlerhaftigkeit ..... 153
bb) Rechtliche Fehlerhaftigkeit ..... 155
c) Fehlerhafter Gesamteindruck ..... 156
d) Adressatenbezogene Feststellung der Fehlerhaftigkeit ..... 156
e) Zeitpunkt der Fehlerhaftigkeit ..... 158
aa) Veröffentlichung der Angebotsunterlage gem. § 14 Abs. 2 und 3 WpÜG ..... 159
bb) Angebotsannahme ..... 159
cc) Aktualisierungspflicht ..... 160
dd) Ex-post-Beurteilung der Fehlerhaftigkeit ..... 161
2. Wesentlichkeit der fehlerhaften Angaben ..... 161
a) Objektive Beurteilungsrelevanz bei hypothetischer richtiger Angabe ..... 161
b) Subjektive Entscheidungsrelevanz der fehlerhaften Angabe? ..... 162
c) Besonderheiten bei Tauschangeboten ..... 164
d) Einzelne, regelmäßig wesentliche Angaben ..... 164
3. Beispiele für fehlerhafte wesentliche Angaben aus der Rechtsprechung ..... 165
a) „Bond“-Fall ..... 165
b) „Elsflether Werft“-Fall ..... 165
c) „Beton und Monierbau“-Fall ..... 166
IV. Haftungsbegründende Kausalität ..... 166
1. Kausalitätsvermutung ..... 167
a) Annahme des Angebots auf Grund der Angebotsunterlage ..... 167
b) Desinvestitionsstimmung ..... 168
2. Widerlegung der Vermutung ..... 169

V. Verschulden ... 169
1. Kenntnis und grobe fahrlässige Unkenntnis ... 170
a) Kritik ... 170
b) Grundsätzliches ... 171
2. Abstrakt-individueller Verschuldensmaßstab ... 172
3. Zurechnung der Kenntnis Dritter ... 172
4. Zurechnung der grob fahrlässigen Unkenntnis Dritter ... 174
5. Verschuldensmaßstäbe einzelner Gruppen von Haftungsverpflichteten ... 175
a) Bieter ... 175
b) Bieterkonsortien ... 176
c) Banken ... 176
6. Anspruchsausschließendes Mitverschulden ... 177
a) Kenntnis der Fehlerhaftigkeit ... 178
b) Zeitpunkt der Abgabe der Annahmeerklärung ... 178
c) Zurechnung der Kenntnis Dritter ... 178
d) Unwiderlegliche Vermutung der Kenntnis nach öffentlicher Berichtigung ... 179
VI. Schaden ... 180
1. Ansprüche auf (vorbeugende) Unterlassung? ... 181
2. Feststellung des relevanten Schadens ... 182
a) Das Eingehen einer ungewollten Verpflichtung als Schaden ... 182
b) Öffentliche Kauf- bzw. Barangebote ... 184
c) Öffentliche Tauschangebote ... 186
3. Zurechenbarkeit des Schadens (haftungsausfüllende Kausalität) ... 186
a) Realisierung der Fehlerhaftigkeit ... 187
b) Besonderheiten bei öffentlichen Kaufangeboten; keine weitere Partizipation am Kurs der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft ... 189
c) Besonderheiten bei öffentlichen Tauschangeboten ... 192
4. Umfang des ersatzfähigen Schadens; Anspruchsinhalt ... 192
a) Negatives Interesse ... 193
b) Wertpapiererwerbs- und übernahmerechtliche Besonderheiten ... 194
aa) Schadensrechtliche Behandlung der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft bei Tauschangeboten ... 196
(1) Berücksichtigung der Angebotsdichotomie ... 196
(2) Geldersatz statt Rückübertragung der Wertpapiere der Zielgesellschaft 198

(3) Gleichlauf des Schadensausgleichs bei sämtlichen Gruppen von Haftungsverpflichteten ....199
bb) Schadensrechtliche Behandlung der erhaltenen Wertpapiere bei Tauschangeboten ....200
(1) Aufhebung der tauschvertraglichen synallagmatischen Verknüpfung auf der Ebene des Sekundäranspruchs ....200
(2) Rechtsfolgengleichlauf mit § 44 Abs. 1 Satz 1 BörsG ....200
c) Einzelheiten der Berechnung der Höhe des Ersatzanspruchs ....201
aa) Maßgeblicher Zeitpunkt ....201
bb) Verkehrs-, bzw. Börsenwert der hingegebenen Wertpapiere ....202
cc) Rückgabe der erhaltenen Wertpapiere Zug-um-Zug ....203
dd) Anzurechnender Veräußerungserlös ....204
ee) Schadensminderungspflicht ....204
ff) Keine Schadensausgleichskappung analog § 44 Abs. 1 Satz 1 a.E., Abs. 2 Satz 1BörsG ....206
gg) Kollision mit aktienrechtlichen Vorschriften zur Einlagenrückgewähr und zum Rückerwerb eigener Aktien ....207
(1) Verbot des Rückerwerbs eigener Aktien gem. § 71 Abs. 1 AktG ....207
(2) Verbot der Einlagenrückgewähr gem. § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG ....210
hh) Entgangener Gewinn ....211
ii) Ersatz von Nebenkosten ....213
VII. Verbot antizipierter Haftungsbeschränkungen ....213
VIII. Verjährung ....215
1. Relative Verjährung ....216
2. Absolute Verjährung ....216
D. Anwendbarkeit der Angebotsunterlagenhaftung bei grenzüberschreitenden Angeboten 217
I. Internationale Implikationen des sachlichen Anwendungsbereichs des WpÜG ....217
II. Internationales Privatrecht ....218
1. Deliktsstatut gem. Art. 40 EGBGB ....218
a) Handlungsort ....219
b) Erfolgsort ....220
2. Marktortstatut contra engere sachrechtliche Verbindung gem. Art. 41 Abs. 1 EGBGB ....220
E. Gerichtliche Zuständigkeit ....222

I. International ... 222
II. Sachlich ... 224
1. Wertpapiererwerbs- und übernahmerechtlicher Bezug ... 225
2. Einstweiliger Rechtsschutz ... 225
3. Funktionale Zuständigkeit ... 226
III. Örtlich ... 226
1. Sitz der Zielgesellschaft ... 226
2. Deliktischer Gerichtsstand ... 227
3. Gerichtsstandsvereinbarungen ... 227

**3. Teil: Konkurrierende Ansprüche ... 229**

A. § 12 Abs. 6 WpÜG als Prüfungsmaßstab ... 229
I. Positive Sperrwirkung ... 229
II. Negative Sperrwirkung ... 229
1. Sachliche und personelle Grenzen der negativen Sperrwirkung ... 230
2. Suspendierung der negativen Sperrwirkung ... 231
B. Das Verhältnis von § 12 WpÜG zu sonstigen Prospekthaftungsansprüchen ... 231
I. Spezielle Prospekthaftungsansprüche ... 231
1. §§ 44ff. BörsG ... 232
a) Börsenprospekthaftung ... 232
aa) Börsenzulassung vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage ... 232
bb) Börsenzulassung nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage ... 234
b) Unternehmensberichtshaftung gem. §§ 55, 43ff. BörsG ... 236
c) Verkaufsprospekthaftung (§ 13 VerkProspG i.V.m. §§ 44ff. BörsG) ... 236
2. § 20 KAGG und § 12 AuslInvG ... 237
II. Prospekthaftungsähnliche Ansprüche gem. §§ 37b, 37c WpHG ... 238
III. Allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung ... 238
C. Gesellschafts- und konzernrechtliche Ansprüche ... 240
D. Ansprüche auf Grund von Verträgen ... 241
I. Primäransprüche ... 241
II. Primärleistungsergänzungsansprüche ... 242
1. Relevante Vorerwerbe ... 242
a) Analoge Anwendung der §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG auf relevante Vorerwerbe ... 244

b) Rechtsnatur der Primärleistungsergänzung analog §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG ....245
2. Relevante Parallel- und Nacherwerbe ....246
III. Ausfallhaftung gem. § 13 Abs. 2 WpÜG ....247
1. Rechtsnatur der Ausfallhaftung ....248
2. Einzelheiten der Ausfallhaftung ....250
a) Fehlerhaftigkeit der Finanzierungsbestätigung ....250
b) Nichtvollerfüllung des Hauptleistungsanspruchs ....251
c) Verschulden und Mitverschulden ....252
d) Schadensumfang ....252
e) Das rechtliche Schicksal der Wertpapiere der Zielgesellschaft ....253
3. Verhältnis zu § 12 WpÜG ....254
4. Entsprechende Regelungen in anderen Rechtsordnungen ....256
a) USA ....257
b) Großbritannien ....257
c) Österreich ....258
IV. Gewährleistungsansprüche ....259
V. Haftung wegen schuldhafter vertraglicher Pflichtverletzung ....259
1. Vorvertraglich ....260
a) Aufnahme von Vertragsverhandlungen (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 Nr. 1, 241 Abs. 2 BGB) ....261
b) Anbahnung eines Vertrags (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 Nr. 2, 241 Abs. 2 BGB) ....262
c) Geschäftlicher Kontakt (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 Nr. 3, 241 Abs. 2 BGB) ....262
2. Vertraglich ....263
E. Deliktische Ansprüche ....263
I. § 823 Abs. 1 BGB ....264
II. § 823 Abs. 2 Satz 1 BGB ....264
1. § 3 Abs. 4 Satz 2 WpÜG als Schutzgesetz ....265
2. § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO als Schutzgesetze ....265
3. § 27 WpÜG als Schutzgesetz ....267
4. §§ 263, 264a StGB als Schutzgesetz ....267
5. § 20a WpHG als Schutzgesetz ....268

6. § 399 Abs. 1 Nr. 4 AktG als Schutzgesetz ..... 269
7. § 400 Abs. 1 AktG als Schutzgesetz ..... 269
III. § 826 BGB ..... 270

**Schlussfolgerungen ..... 271**

A. Die Angebotsunterlage als Haftungsanknüpfung – materielle Prospektkontrolle ..... 271
B. Regelungsvorschlag zur Angebotsunterlagenhaftung ..... 272
I. Änderung des § 12 WpÜG ..... 272
II. Erörterung der einzelnen Änderungsvorschläge ..... 273
1. Beschränkung der Angebotsunterlagenhaftung auf Tauschangebote ..... 273
2. Eliminierung des Schadenserfordernisses ..... 274
3. Haftungsverpflichtete ..... 275
4. Haftungsausfüllende Kausalität ..... 275
5. Sonstige Anpassungen ..... 276
C. Die (reformierte) Angebotsunterlagenhaftung als Baustein des übernahmerechtlichen Anlegerschutzes ..... 276
I. Die Primärebene – Desinvestitionsschutz ..... 276
1. Angemessenheitsregelung ..... 277
2. Ausfallhaftung ..... 277
II. Die Sekundärebene – Neuinvestitionsschutz ..... 277
D. Fazit/Ausblick ..... 278

# Literaturverzeichnis


| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *Adams*, Michael | Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Missbrauch, AG 1989, 333 |
| *Adler/Düring/Schmaltz* | Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Teilband 5, §§ 264-274, 274a, 275-283 HGB, 6. Auflage, Stuttgart 1997; Zitierweise: *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung Tb. 5 |
| *Adler/Düring/Schmaltz* | Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Teilband 3, Vorbem. zu §§ 290-315, §§ 290-315 HGB, 6. Auflage, Stuttgart 1996; Zitierweise: *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung Tb. 3 |
| *Adolff*, Johannes; *Meister*, Burkhardt; *Randell*, Charles; *Stephan*, Klaus-Dieter | Public Company Takeovers in Germany, München 2002 |
| *Aha*, Christof | Die Cross-Border Rules der SEC und ihre Bedeutung für das deutsche Kapitalmarktrecht, AG 2002, 313 |
| *ders*. | Rechtsschutz der Zielgesellschaft bei mangelhaften Übernahmeangeboten, AG 2002, 160 |
| *Altenhain*, Karsten | Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BB 2002, 1874 |
| *Altmeppen*, Holger | Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen deutschen Übernahmerecht, ZIP 2001, 1073 |
| *Apfelbacher*, Gabriele; *Barthelmess*, Stephan; *Buhl*, Thomas; *von Dryander*, Christof | German Takeover Law – A Commentary, München 2002; Zitierweise: *Apfelbacher/Barthelmess/Buhl/von Dryander*, German Takeover Law |
| *Assmann*, Heinz-Dieter | Die Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG, AG 2002, 153 |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *ders.* | Erwerbs- Übernahme- und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft, AG 2002, 114 |
| *ders.* | Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, Köln, Berlin München 1985; Zitierweise: *Assmann*, Prospekthaftung |
| *ders.* | Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote – Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 1995, 563 |
| *Assmann*, Heinz-Dieter; *Basaldua*, Nathalie; *Bozenhardt*, Friedrich; *Peltzer*, Martin | Übernahmeangebote, ZGR-Sonderheft 9, Berlin, New York 1990; Zitierweise: *Bearb.* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote |
| *Assmann*, Heinz-Dieter; *Lenz*, Jürgen; *Ritz*, Corinna | Verkaufsprospektgesetz, VerkProspVO und VerkProspGebVO, Köln 2001; Zitierweise: *Bearb.* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG |
| *Assmann*, Heinz-Dieter; *Schneider*, Uwe H. | Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, Köln 2000; Zitierweise: *Bearb.* in Assmann/Schneider WpHG |
| *Assmann*, Heinz-Dieter; *Schütze*, Rolf A. | Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage, München 1997; Zitierweise: *Bearb.* in Assmann/Schütze KapAnlR |
| *Barnert*, Thomas | Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege lata und de lege ferenda, WM 2002, 1473 |
| *Baumbach*, Adolf; *Lauterbach*, Wolfgang; *Albers*, Jan; *Hartmann*, Peter | Zivilprozeßordnung, Kommentar, 60. Auflage, München 2002; Zitierweise: *Bearb.* in Baumbach/Lauterbach/Albers/ Hartmann ZPO |
| *Baums*, Theodor; *Thoma*, Georg F. | Takeover Laws in Europe, Loseblattsammlung, Stand: März 2002 |
| *Bebchuk*, Lucian | Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| | Corporate Takeovers, Harvard Law Review 1985, S. 1693; Zitierweise: *Bebchuk*, Corporate Takeovers |
| *Bechtold*, Reiner | Kartellgesetz: Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, Kommentar, 2. Auflage, München 1999; Zitierweise: *Bechtold* GWB |
| *Berding*, Benjamin | Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundsätze im Übernahmerecht, WM 2002, 1149 |
| *Berg*, Stefan; *Stöcker*, Mathias | Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, WM 2002, 1569 |
| *Bischoff*, Kai | Internationale Börsenprospekthaftung, AG 2002, 489 |
| *Burger*, Anton; *Buchhart*, Anton | Zur Berücksichtigung von Risiko in der strategischen Unternehmensführung, DB 2002, 593 |
| *Busch*, Torsten | Bedingungen in Übernahmeangeboten, AG 2002, 145 |
| *ders.* | Die Notwendigkeit der spezialgesetzlichen Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten in Deutschland, 1996; Zitierweise: *Busch*, Übernahmeangebote |
| *Bydlinski*, Sonja; *Winner*, Martin | Das neu Übernahmegesetz – Ein Überblick über die materiell-rechtlichen Bestimmungen, ÖBA 1998, 913 |
| *Caspari*, Karl-Burkhard | Die geplante Insiderreglung in der Praxis, ZGR 1993, 530 |
| *Claussen*, Carsten Peter | Bank- und Börsenrecht, 2. Auflage, München 2000 |
| *Claussen*, Carsten Peter | Dem Neuen Markt eine zweite Chance, BB 2002, 105 |
| *Davies*, Paul | Struktur der Unternehmensführung in Großbritannien und Deutschland: Konvergenz oder fortbestehende Divergenz?, ZGR 2001, 268 |
| *Drygala*, Tim | Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, ZIP 2001, 1861 |
| *Diregger*, Christoph; *Winner*, | Deutsches und österreichisches Übernahmerecht aus |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| Martin | Anlegersicht, WM 2002, 1583 |
| *Ekkenga*, Jens | Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, Tübingen 1998; Zitierweise: *Ekkenga*, Anlegerschutz |
| *Ellenberger*, Jürgen | Prospekthaftung im Wertpapierhandel, Berlin, New York 2001; Zitierweise: *Ellenberger*, Prospekthaftung |
| *Faßbender*, Christian; *Neuhaus*, Heiner | Zum aktuellen Stand der Diskussion in der Frage der Wissenszurechnung, WM 2002, 1253 |
| *Fleischer*, Holger | Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, RIW 2001, 817 |
| *ders*. | Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen, BB 2002, 1869 |
| *ders*. | Schnittmengen des WpÜG mit benachbarten Rechtsmaterien – eine Problemskizze, NZG 2002, 545 |
| *ders*. | Zum Begriff des öffentlichen Angebots im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZIP 2001, 1653 |
| *Fürhoff*, Jens; *Wölk*, Armin | Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität, WM 1997, 449 |
| *Gebauer*, Stefan | Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main, Berlin, Bern, Brüssel, New York, Wien 1999; Zitierweise: *Gebauer*, Börsenprospekthaftung |
| *Geibel*, Stephan; *Süßmann*, Rainer | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar, München 2002; Zitierweise: *Bearb.* in Geibel/Süßmann WpÜG |
| *Geßler*, Ernst; *Hefermehl*, Wolfgang; *Eckardt*, Ulrich; *Kropff*, Bruno | Aktiengesetz, Band VI, §§ 396-410, 18. Lieferung, München 1994; Zitierweise: *Bearb*. in Geßler/Hefermehl/Eckardt/ Kropff AktG |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *Groß*, Wolfgang | Die börsengesetzliche Prospekthaftung, AG 1999, 199 |
| *ders.* | Kapitalmarktrecht, Kommentar zum BörsG, zur BörsZulVO, zum VerkProspG und zur VerkProspVO, 2. Auflage, München 2002; Zitierweise: *Groß*, KapitalmarktR |
| *Großfeld*, Bernhard | Europäische Unternehmensbewertung, NZG 2002, 353 |
| *Haarmann*, Wilhelm; *Riehmer*, Klaus; *Schüppen*, Matthias | Öffentliche Übernahmeangebote, Heidelberg 2002; Zitierweise: *Bearb.* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG |
| *Habersack*, Mathias | Der Finanzplatz Deutschland und die Rechte der Aktionäre, ZIP 2001, 1230 |
| *Hagemeister*, Hans-Otto | Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, WM 2002, 1773 |
| *Hamann*, Uwe | Die Angebotsunterlage nach dem WpÜG – ein praxisorientierter Überblick, ZIP 2001, 2249 |
| *Harbarth*, Stephan | Kontrollerlangung und Pflichtangebot, ZIP 2002, 321 |
| *Hasselbach*, Kai | Anmerkung zu BGH EWiR § 31 WpÜG 1/02, 733 |
| *Hausmaninger*, Christian; *Herbst*, Christoph | Übernahmegesetz, Wien 1999; Zitierweise: *Hausmaninger/Herbst* öÜbG |
| *Hazen*, Thomas Lee | The Law Of Securities Regulation, ed. 3, St. Paul 1996; Zitierweise: *Hazen*, Securities Regulation |
| *Hellmann*, Johanna; *Thomas*, Gunther | Neues Schuldrecht und Bankgeschäfte – Wissenszurechnung bei Kreditinstituten, Bericht zum Bankrechtstag am 28. Juni 2002 in Leipzig, WM 2002, 1665 |
| *Helmis*, Sven | Regulierung von Unternehmensübernahmen in den USA, RIW 2001, 825 |
| *Herkenroth*, Klaus E. | Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht, Berlin 1994; Zitierweise: *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *Höpner*, Martin; *Jackson*, Gregory | An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, Diskussionspapier 01/4 des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, Köln, September 2001, Volltext abrufbar unter: http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/mpifg_dp/dp01-4.pdf; Zitierweise: *Höpner/Jackson*, Corporate Control |
| *Hopt*, Klaus J. | Auf dem Weg zum deutschen Übernahmegesetz, Festschrift für Koppensteiner, 2001, S. 61ff. |
| *ders*. | ECRL Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333 |
| *ders*.. | Europäisches und deutsches Übernahmerecht, ZHR 161 (1997), 369 |
| *Horn*, Norbert | Die Erfüllung von Wertpapiergeschäften unter Einbeziehung eines Zentralen Kontrahenten an der Börse – Sachenrechtliche Aspekte –, WM Sonderbeilage 2/2002 |
| *Hüffer*, Jens | Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz, Prospektpflicht und Anlegerschutz, Köln, Berlin, Bonn, München 1995; Zitierweise: *Hüffer*, VerkProspG |
| *Hüffer*, Uwe | Aktiengesetz, 5. Auflage, München 2002; Zitierweise: *Hüffer* AktG |
| *Ihrig*, Hans-Christoph | Die Reform geht weiter: Das Transparenz- und Publizitätsgesetz kommt, BB 2002, 789 |
| *Immenga*, Ulrich; *Mestmäcker*, Ernst-Joachim | Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, 3. Auflage, München 2001; Zitierweise: *Bearb*. in Immenga/Mestmäcker GWB |
| *Jennings*, Richard W.; *Marsh Jr.*, Harold, *Coffee Jr.*, John | Securities Regulation – Cases and Materials, University Casebook Series, ed. 7, Westbury 1992; Zitierweise: |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| C. | *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation |
| *Kallmeyer*, Harald | Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZHR 161 (1997), 435 |
| *Kasche*, Maria | Übernahme börsennotierter Gesellschaften in Schweden, RIW 2002, 87 |
| *Keenan*, Denis | Company Law, ed. 12, London et alt. 2002 |
| *Kirchner*, Christian*; Ehricke*, Ulrich | Funktionsdefizite des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 1998, 105 |
| *Köndgen*, Johannes | Zur Theorie der Prospekthaftung, AG 1983, 85 |
| *Kopp*, Thomas | Finanz- und Ertragslage des Emittenten in Verkaufs- und Börsenprospekten – Darstellung und Analyse (MD&A), RIW 2002, 661 |
| *Kort*, Michael | Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff. BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (§ 55 BörsG), AG 1999, 9 |
| *Krause*, Hartmut | Das obligatorische Übernahmeangebot, Diss., München 1996; Zitierweise: *Krause*, Übernahmeangebot |
| *ders.* | Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, AG 2002, 133 |
| *Kugler*, Stefan; *Rittler*, Thomas | Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – Aufbruch zu neuen Ufern im Investmentrecht?, BB 2002, 1001 |
| *Kümpel*, Siegfried | Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Köln 2000; Zitierweise: *Kümpel*, Kapitalmarktrecht |
| *Kümpel*, Siegfried; *Ott*, Claus | Kapitalmarktrecht, Ergänzbares Rechtshandbuch für die Praxis, Band 1 und 2, Berlin, Loseblattsammlung, Stand: 01/02; Zitierweise: *Bearb.* in Kümpel/Ott |
| *Lange*, Oliver | Das Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft und sein Einfluss auf die Rechtsstellung der die Übernahme |

| Autor(en)/Herausgeber | Werk/Zitierweise |
|---|---|
| | fördernden Aufsichtsratsmitglieder, WM 2002, 1737 |
| *Lehmann*, Michael | Die zivilrechtliche Haftung der Banken für informative Angaben nach deutschem und europäischem Recht, WM 1985, 181 |
| *Lenenbach*, Markus | Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Köln 2002; Zitierweise: *Lenenbach* KapMR |
| *Lenz*, Jürgen; *Linke*, Ulf | Rückkauf eigener Aktien nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, AG 2002, 420 |
| *Liebscher*, Thomas | Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP 2001, 853 |
| *Lord Hailsham of St. Marylebone* | Halsbury´s Laws of England, Volume 7(2): Companies ed. 4, London 1996; Zitierweise: *Halsbury´s Laws of England*, Companies |
| *Loritz*, Karl-Georg; *Wagner*, Klaus-R. | Das „Zwangsübernahmeangebot“ der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 1991, 709 |
| *Loss*, Loius | Fundamentals of Securities Regulation, Boston, Toronto, 1983 |
| *Loss*, Louis; *Seligman*, Joel | Securities Regulation, Bd. V, ed. 3, Boston 1990 |
| *Maier-Reimer*, Georg; *Webering*, Anabel | Ad-hoc-Publizität und Schadensersatzhaftung – Die neuen Haftungsvorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes –, WM 2002, 1857 |
| *Markwardt*, Karsten | Erwerb eigener Aktien: In der „Falle“ des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG?, BB 2002, 1108 |
| *Mayson*, Stephan W.; *French*, Derek; *Ryan*, Christopher | Company Law, ed. 15, London 1998 |
| *Merkt*, Hanno | US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991; Zitierweise: *Merkt* US-GesR |
| *Modlich*, Joachim J. | Die außerbörsliche Übertragung von Aktien, DB 2002, 671 |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *Möller*, Andreas | Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2002, 309 |
| *Möller*, Andreas; *Pötzsch*, Thorsten | Das neue Übernahmerecht – Der Regierungsentwurf vom 11. Juli 2001, ZIP 2001, 1256 |
| *Morse*, Geoffrey | Charlesworth & Morse Company Law, ed. 16, London 1999; Zitierweise: *Morse*, Company Law |
| *Mühle*, Sabine | Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Schnittfeld zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung des ökonomischen Rahmenbezugs, Augsburg 2002; Zitierweise: *Mühle* WpÜG |
| *Müller*, Welf; *Hoffmann*, Wolf-Dieter | Beck´sches Handbuch der Personengesellschaften, Gesellschaftsrecht-Steuerrecht, München 1999; Zitierweise: *Bearb*. in HdbPersG |
| *Oechsler*, Jürgen | Der RegE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Regelungsbedarf auf der Zielgeraden!, NZG 2001, 817 |
| *Palandt*, Otto | Bürgerliches Gesetzbuch, Kommentar, 61. Auflage, München 2002; Zitierweise: *Bearb*. in Palandt BGB |
| *ders.* | Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts, Ergänzungsband zu Palandt BGB |
| *Pennington*, Robert R. | Company Law, ed. 7, LOndon, Dublin, Edinburgh 1995 |
| *Pitt*, Harvey L. | Standing to sue under the Williams Act after Chris-Craft: A leaky ship on troubled waters, 34 Bus.Law. 117 (1978) |
| *Pluskat*, Sorika | Das geplante neue Übernahmerecht nach dem Referentenentwurf des BMF, DStR 2001, 897 |
| *Poser*, Norman S. | Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions, 40 U.Miami L.Rev. 671 (1986) |
| *Ratner*, David L.; *Hazen*, | Securities Regulation – in a nutshell, St. Paul 2002; |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| Thomas Lee | Zitierweise: *Ratner/Hazen*, Securities Regulation |
| *Rieckers*, Oliver | Haftung des Vorstands für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen de lege lata und de lege ferenda, BB 2002, 1213 |
| *Röhrich*, Martina | Feindliche Übernahmeangebote, eine wettbewerbspolitische Beurteilung anhand von Fallstudie aus den USA, 1. Auflage, Baden-Baden 1992; Zitierweise: *Röhrich*, Feindliche Übernahmeangebote |
| *Ryan*, Christopher | Company Law, ed. 2 London, Edinburgh, Dublin 1998-1999 |
| *Sandrock*, Otto | Deutschland als gelobtes Land für Kapitalgesellschaften? Manches in Deutschland kann nur von Europa aus saniert werden, BB 2002, 1601 |
| *Santelmann*, Matthias | Notwendige Mindesterwerbsschwellen bei Übernahmeangeboten – Wann ist ein Übernahmeangebot ein Übernahmeangebot?, AG 2002, 497 |
| *Schaaf*, Petra | Möglichkeiten der Abwehr von Takeover Bids in Großbritannien und USA, RIW 1985, 273 |
| *Schäfer*, Frank A. | Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, Kommentar, Stuttgart, Berlin, Köln, 1999; Zitierweise: *Bearb.* in Schäfer |
| *Schander*, Albert A.; *Lucas*, Johannes H. | Die Ad-hoc-Publizität von Übernahmevorhaben, DB 1997, 2109 |
| *Schmidt-Räntsch*, Jürgen | Das neue Schuldrecht – Anwendung und Auswirkungen in der Praxis, Köln, Berlin, Bonn, München 2002; Zitierweise: *Schmidt-Räntsch* SchuldR |
| *Schneider*, Joachim | Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Internationales Privatrecht, Frankfurt am Main, Berlin, Bern, New York, Paris, Wien 1998; Zitierweise: *Schneider*, Intern. Anlegerschutz |
| *Schneider*, Uwe H. | Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebots, AG 2002, 125 |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| | Pflichtangebots, AG 2002, 125 |
| *Schwark*, Eberhard | Kommentar zum Börsengesetz, 2. Auflage, München 1994 |
| *ders*. | Prospekthaftung und Kapitalerhaltung in der AG, Festschrift für Peter Raisch, 1995, S. 269ff.; Zitierweise: *Schwark*, FS Raisch |
| *ders*. | Zur Haftung der Emissionsbank bei Aktienemissionen, ZGR 1993, 162 |
| *Schwintowski*, Hans-Peter; *Schäfer*, Frank A. | Bankrecht, Commercial Banking – Investment Banking, Köln, Berlin, Bonn, München 1997; Zitierweise: *Bearb*. in Schwintowski/Schäfer, Bankrecht |
| *Seibert*, Ulrich | Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da, BB 2002, 581 |
| *Semler*, Johannes; *Volhard*, Rüdiger | Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Band. 1: Unternehmensübernahme, Vorbereitung – Durchführung – Folgen, Ausgewählte Drittländer, München 2001; Zitierweise: *Bearb*. in Semler/Volhard, Übernahmehandbuch Bd. 1 |
| *Sinewe*, Patrick | Anmerkung zu OLG München EWiR Art. 15 ÜKx 1/01, 1017 |
| *Singhof*, Bernd; *Weber*, Christian | Bestätigung der Finanzierungsmaßnahmen und Barabfindungsgewährleistung nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WM 2002, 1158 |
| *Smith*, Douglas | Company Law, Oxford et alt. 1999 |
| *Steinmeyer*, Roland; *Häger*, Michael | WpÜG, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitenausschluss nach §§ 327a ff. AktG, Berlin 2002 |
| *Süßmann*, Rainer | Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien?, AG 2002, 424 |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *Thaeter*, Ralf; *Barth*, Daniel | RefE eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, NZG 2001, 545 |
| *Thiel*, Jürgen | Der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht, Frankfurt am Main 1982; Zitierweise: *Thiel*, Anlegerschutz |
| *Thoma*, Georg F. | Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick, NZG 2002, 105 |
| *Thomas*, Heinz; *Putzo*, Hans | Zivilprozeßordnung, Kommentar, 23. Auflage, München 2001; Zitierweise: *Bearb*. in Thomas/Putzo ZPO |
| *Triebel*, Volker; *Hodgson*, Stephan; *Kellenter*, Wolfgang; *Müller*, Georg | Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht, 2. Auflage, Heidelberg 1995 |
| *Vaupel*, Christoph F. | Die Haftung für die Richtigkeit der Angebotsunterlage bei Umtauschangeboten nach dem WpÜG, WM 2002, 1170 |
| *Vogel*, Hans-Gert | Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG, ZIP 2002, 1421 |
| *von Hein*, Jan | Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts, AG 2001, 213 |
| *von Rosen*, Rüdiger; *Seifert*, Werner G. | Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Schriften zum Kapitalmarkt Band 2, Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt a.M. 1999; Zitierweise: *Bearb*. in von Rosen/Seifert, Kapitalmarktrecht Bd. 2 |
| *dies*. | Zugang zum US-Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften, Schriften zum Kapitalmarkt Band 1, Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt a.M. 1998; Zitierweise: *Bearb*. in von Rosen/Seifert, Kapitalmarktrecht Bd. 1 |
| *Vortmann*, Jürgen | Prospekthaftung und Anlageberatung, Stuttgart, Berlin, Köln 2000; Zitierweise: *Bearb*. in Vortmann, Prospekthaftung |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *Walmsley*, Keith | Butterworths Company Law Handbook, ed. 12, London, Edinburgh, Dublin 1998 |
| *Weiler*, Frank | Haftung für Werbeangaben nach neuem Kaufrecht, WM 2002, 1784 |
| *Weimann*, Martin | Prospekthaftung, Bonn 1998 |
| *Werder*, Axel | Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen, DB 2002, 801 |
| *Westermann*, Harm-Peter | Erman Bürgerliches Gesetzbuch, Band I, §§ 1-853, HausTWG, ProdHaftG, SchuldRAnpG, VerbrKrG, 10. Auflage, Köln 2000; Zitierweise: *Bearb*. in Erman BGB |
| *Westermann*, Harm-Peter | Erman Bürgerliches Gesetzbuch, Band II, §§ 854-2385, AGBG, EGBGB, ErbbauVO, HausratsVO, SachenRBerG, 10. Auflage, Köln 2000; Zitierweise: *Bearb*. in Erman BGB |
| *Wiemann*, Hans-Ulrich | Unternehmenspublizität nach amerikanischem Kapitalmarktrecht, Baden-Baden 1987; Zitierweise: *Wiemann*, Publizität |
| *Wiesner*, Peter M. | Protektionismus oder Marktöffnung? – Zur Übernahmerichtlinie zeichnet sich ein Paradigmenwechsel ab, ZIP 2002, 208 |
| *Winner*, Martin | Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, Wien 2002; Zitierweise: *Winner*, Zielgesellschaft |
| *Winter*, Martin; *Harbarth*, Stephan | Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat in der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, ZIP 2002, 1 |
| *Witt*, Carl-Heinz | Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ – unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes, NZG 2000, 809 |
| *ders*. | Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, Köln, Bonn, Berlin, München 1998; Zitierweise: *Witt*, Übernahmen |

| **Autor(en)/Herausgeber** | **Werk/Zitierweise** |
|---|---|
| *Zetsche*, Dirk | Die virtuelle Hauptversammlung, Berlin 2002; Zitierweise: *Bearb*. in Zetsche |
| *Zietsch*, Udo A.; *Holzborn*, Timo | Freibrief für pflichtangebotsfreie Unternehmensübernahmen?, WM 2001, 1753 |
| *Zinser*, Alexander | Der RefE eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmendübernahmen“ vom 12.3.2001, NZG 2001, 391 |
| *Ziouvas*, Dikigoros; *Walter*, Tonio | Das neue Börsenstrafrecht mit Blick auf das Europarecht – zur Reform des § 88 BörsG –, WM 2002, 1483 |
| *Zöller*, Richard | Zivilprozessordnung, Kommentar, 23. Auflage, Köln 2002; Zitierweise: *Bearb*. in Zöller ZPO |
| *Zöllner*, Wolfgang | Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1, §§ 1-75 AktG, 2. Auflage, Köln, Berlin, Bonn, München 1988; Zitierweise: *Bearb*. in KölnKomm AktG |
| *Zschocke*, Christian | Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, DB 2002, 79 |

# Abkürzungsverzeichnis

| Abkürzung | Bedeutung |
|---|---|
| a.A. | anderer Ansicht |
| a.a.O. | an angegebenem Orte |
| ADR | American Depository Receipts |
| a.E. | am Ende |
| a.F. | alte Fassung |
| abgedr. | abgedruckt |
| ABl. | Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften |
| AG | Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht |
| AktG | Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I 1965, S. 1089) |
| Alt. | Alternative |
| Art. | Artikel |
| BAFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BAWe | Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel |
| Bearb. | Bearbeiter |
| Begr. | Begründung |
| Begr. RegE | Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen der Bundesregierung vom 05. Oktober 2001, BT-Drucks. 14/7034; Teil der Gesetzesbegründung |
| BeschlEmpf | Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum Gesetzentwurf der Bundesregierung vom 14. November 2001, BT-Drucks. 14/7477; Teil der Gesetzesbegründung |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch vom 18. August 1896 (RGBl. 1896, S. 195) in der Fassung vom 02. Januar 2002 (BGBl. I 2002, 42 Nr. 2) |
| BörsG | Börsengesetz in der Fassung vom 21. Juni 2002 (BGBl. I 2002, S. 2010) |
| BörsZulVO | Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse vom 9. September 1998 (BGBl. I 1998, S. 529) |

| **Abkürzung** | **Bedeutung** |
|---|---|
| BR-Drucks. | Bundesratsdrucksachen |
| bspw. | beispielsweise. |
| BT-Drucks. | Bundestagsdrucksachen |
| CCTM | City Code on Takeo-overs and Mergers, abgedr. bei *Baums/Thoma*, Takeover Laws in Europe |
| ch. | chapter |
| DiskE | Diskussionsentwurf |
| ErläutRV | Erläuterungen zur Regierungsvorlage zum Erlass des österreichischen Übernahmegesetzes, 1276 BlgNR 20.GP, abgedr. bei *Huber/Löber* öÜbG |
| etc. | et cetera |
| FFG | Finanzmarktförderungsgesetz |
| fn. | footnote |
| Fn. | Fußnote |
| FS | Festschrift |
| FSMA | Financial Services and Markets Act 2000, United Kingdom |
| h.M. | herrschende Meinung |
| J.B.L. | The Journal of Business Law |
| KAGG | Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 09. September 1998 (BGBl. I 1998, S. 2726) |
| m.w.N. | mit weiteren Nachweisen |
| Mio. | Million(en) |
| Mrd. | Milliarde(n) |
| NF | neue Fassung |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| öBörseG | Österreichisches Börsegesetz 1989, BGBl. (Republik Österreich) Nr. 555/1989 |
| öÜbG | (österreichisches) Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz-ÜbG) sowie über Änderungen des Börsengesetzes und des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen 1991 vom 01. Januar 1999, BGBl. (Republik Österreich) I 1998, 127 |
| öÜbV | Erste Verordnung der Übernahmekommission vom 9. März 1999 zum |

| **Abkürzung** | **Bedeutung** |
|---|---|
| | Übernahmegesetz, Veröffentlichungsblatt der Wiener Börse AG vom 11. März 1999, Veröffentlichung 115 |
| p. | page |
| plc. | public limited company |
| pt. | part |
| RegE | Regierungsentwurf |
| Rspr. | Rechtsprechung |
| SA | Securities Act, 1933 |
| SARs | The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, abgedr. bei *Baums/Thoma*, Takeover Laws in Europe |
| SEA | Securities Exchange Act, 1934 |
| SEC | Securities and Exchange Commission mit Sitz in Washington D.C. |
| st. Rspr. | ständige Rechtsprechung |
| str. | strittig |
| u.a. | unter anderem; und andere |
| U.S. | United States |
| VerkProspG | Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz vom 9. September 1998 (BGBl. I 1998, S. 2701) |
| VerkProspVO | Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekte vom 9. September 1998 (BGBl. I 1998, S. 2853) |
| WA | Williams Act, 1968 |
| WM | Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz vom 9. September 1998 (BGBl. I 1998, S. 2708) in der Fassung vom 23. Juni 2002 (BGBl. I 2002, S. 2010) |
| WpÜAngVO | Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots vom 27. Dezember 2001 (BGBl. I 2001, 4263) |
| WpÜG | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I 2001, 3822) |
| z.B. | zum Beispiel |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |

| **Abkürzung** | **Bedeutung** |
|---|---|
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZPO | Zivilprozessordnung vom 12. September 1950 (BGBl. I 1950, S. 455) |

# Einleitung

## A. Überblick

Seit dem 01. Januar 2002 existiert in Deutschland mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)[1] erstmalig ein verbindlicher Rechtsrahmen für Unternehmensübernahmen. Mit dessen Schaffung wurde ein im Vergleich zu führenden Finanzplätzen anderer Staaten bestehendes Regelungsdefizit ausgeglichen, um den Wirtschaftsstandort Deutschland zu stärken und der zunehmenden Globalisierung auch im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Übernahmeangeboten Rechnung zu tragen.[2] Der zuvor in Deutschland – ähnlich wie in Großbritannien – eingeschlagene Weg der freiwilligen Selbstregulierung durch den Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission in der revidierten Fassung vom 01. Januar 1998 konnte sich in der Praxis nicht durchsetzen.[3]

Die so geschaffene Rechtssicherheit soll dafür sorgen, ausländische Investoren hinzuzugewinnen und die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts sowie das Vertrauen in dessen Funktionsfähigkeit für institutionelle und private Anleger zu erhöhen. Denn ein funktionsfähiger und moderner Kapitalmarkt ist in heutiger Zeit gesamtwirtschaftlich betrachtet sowohl in seiner Funktion als kurz- oder mittelfristiges Finanzierungsinstrument als auch langfristig als Mittel zur Sicherung der Altersvorsorge elementarer Bestandteil einer sozialen Marktwirtschaft.[4]

Ursprünglich war der Erlass des WpÜG als (antizipierte) Umsetzung einer erwarteten gemeinschaftsweiten Regulierung des Übernahmerechts konzipiert.[5] Mit Festlegung des Gemeinsamen Standpunktes des Europäischen Rates vom 19. Juni 2000[6] zeichnete sich auf

---

[1] Art. 1 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. Dezember 2001, BGBL. I 2001, 3822.
[2] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 1.
[3] Abgedruckt in AG 1998, 133 oder NZG 2000, 390; vgl. nur *Assmann* AG 1995, 563. Zu den Anwendungsproblemen und Funktionsdefiziten des Kodexes vgl. nur *Kirchner/Ehricke* AG 1998, 105 und *Kallmeyer* ZHR 161 (1997), 435. Siehe auch *Baums* ZIP 1997, 1310; *Hopt* ZHR 161 (1997), 368, 393ff.
[4] Vgl. auch *Berding* WM 2002, 1149, 1154, dort auch zur Anlegerschutzkomponente.
[5] Noch der Referentenentwurf vom 12. März 2001 basierte auf dem Gemeinsamen Standpunkt des Europäischen Rates (siehe Fn. 6).
[6] ABl. Nr. C 23, S. 1 vom 24.1.2001.

europäischer Ebene nach langjähriger Uneinigkeit auch tatsächlich der Erlass einer Übernahmerichtlinie ab.[7] Letztlich scheiterte der Richtlinienentwurf aber an der fehlenden Zustimmung des Europäischen Parlaments, wo es am 04. Juli 2001 bei der entscheidenden Abstimmung zu einer Pattsituation kam. Die Stimmengleichheit hat gem. Art. 251 Abs. 5 EG zur Folge, dass die Richtlinie als nicht erlassen gilt.[8] Dessen ungeachtet verfolgte die Bundesregierung – nunmehr ohne an europäische Vorgaben gebunden zu sein[9] – das Gesetzgebungsvorhaben weiter, so dass es wie geplant zur Verabschiedung des Gesetzes kam und dieses Anfang 2002 in Kraft treten konnte. Ob auf europäischer Ebene in naher Zukunft eine Einigung erreicht werden kann, bleibt angesichts der ablehnenden Haltung Deutschlands vorerst abzuwarten.[10]

Das WpÜG enthält Regelungen für sämtliche Wertpapiererwerbe eines Bieters oder Bieterkonsortiums, die im Wege eines öffentlichen Angebots durchgeführt werden sollen, sofern die zu erwerbenden Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums zugelassen sind. Der sachliche Anwendungsbereich des Gesetzes ist dabei unabhängig von der Anzahl der zu erwerbenden Wertpapiere bzw. der Höhe der angestrebten Beteiligung an der Zielgesellschaft[11] eröffnet.

Systematisch wird im WpÜG zwischen drei Angebotsarten unterschieden: Zu den freiwilligen Angeboten zählen das einfache Wertpapiererwerbsangebot und das auf die Kontrolle der Zielgesellschaft gerichtete Übernahmeangebot. Hinzu kommt das so genannte Pflichtangebot, das abzugeben ist, wenn ein Bieter[12] die Kontrolle über die Zielgesellschaft auf anderem Wege als durch ein vorangegangenes Übernahmeangebot erlangt hat. Die Bezeichnung

---

[7] Zur Entwicklung des Übernahmerechts auf europäischer Ebene vgl. etwa *Möller/Pötzsch* ZIP 2001, 1256, 1257; *Steinmeyer/Häger* WpÜG Einleitung Rn. 4ff.

[8] Vgl. auch *Möller/Pötzsch* ZIP 2001, 1256, 1257. Zum Scheitern der Richtlinie vgl. *Winter/Harbarth* ZIP 2002, 1, 2.

[9] So ausdrücklich Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 28. Dies wirkte sich insbesondere auf die in § 33 WpÜG vorgenommene Aushöhlung der Neutralitätspflicht – besser: Unterlassungspflicht – des Vorstands der Zielgesellschaft aus. Ausführlich dazu *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 33 Rn. 3; *Winter/Harbarth* ZIP 2002, 1, 3ff.

[10] Jüngst wurde ein neuer Anlauf zum Erlass einer Übernahmerichtlinie unternommen: So hat am 02. Oktober 2002 die Europäische Kommission einen neuen Entwurf angenommen (KOM (2002) 534). Ob dieser erfolgreich sein wird, kann bezweifelt werde, da aus Deutschland bereits heftige Kritik geübt wurde, vgl. bspw. FAZ v. 30. September 2002, S. 13.

[11] Das WpÜG findet nur Anwendung, wenn die Zielgesellschaft ihren (statutarischen) Sitz in Deutschland hat, vgl. § 2 Abs. 3 WpÜG.

[12] Wegen § 2 Abs. 4 WpÜG ist als Bieter schon derjenige anzusehen, der zur Abgabe eines Angebots auf Grund § 35 Abs. 2 WpÜG verpflichtet ist, ohne dass bereits ein Angebot abgegeben worden oder auch nur geplant sein müsste.

„Pflichtangebot“ ist zwar ungenau, hat sich aber in der juristischen Diktion durchgesetzt. Dogmatisch betrachtet statuiert § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG eine Angebotspflicht, der der Bieter nach der Gesetzeskonzeption durch die Abgabe eines nachträglichen Übernahmeangebots unter Beachtung der dafür geltenden Vorschriften nachkommt (vgl. § 39 WpÜG). Der Art nach handelt es sich bei dem Pflichtangebot aber eigentlich um ein einfaches Wertpapiererwerbsangebot in der Form eines Aufstockungsangebots (Ausbau einer bestehenden Kontrollstellung), da die (vermutete) Kontrolle der Zielgesellschaft nicht mehr angestrebt wird, sondern bereits erreicht wurde. Als Kontrolle gilt gem. § 29 Abs. 2 WpÜG das Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte. Dabei spielt es keine Rolle, ob der Bieter die Stimmrechte aus ihm gehörenden Aktien innehat (originärer Bieteranteil) oder ihm Stimmrechte von Aktien Dritter gem. § 30 WpÜG zuzurechnen sind (derivativer Bieteranteil).[13] Die unwiderlegliche Vermutung des § 29 Abs. 2 WpÜG gilt in dieser Form allerdings nur für die börsennotierte AG, nicht jedoch für die KGaA wegen des dieser Rechtsform eigenen unabdingbaren Einflusses des persönlich haftenden Komplementärs.[14]

## I. Schutzzwecke des WpÜG

Da wegen der öffentlichen Vorgehensweise bei Angeboten nach dem WpÜG nicht nur der Kapitalmarkt als Ganzes sondern auch eine Vielzahl unterschiedlicher Personengruppen in erhöhtem Maße und in vielfältiger Hinsicht betroffen sein können, hat der Gesetzgeber ein geordnetes Angebotsverfahren geschaffen, mit dem ein Ausgleich der in Bezug auf das Angebot nicht selten widerstreitenden Interessen hergestellt werden soll und dessen Einhaltung der Aufsicht der BAFin unterliegt. Je nach Angebotsart und betroffenem Personenkreis werden die Interessen der einzelnen Gruppen vom Gesetz verschieden stark gewichtet und deren Durchsetzbarkeit entsprechend geschützt. Im Vordergrund der vom WpÜG verfolgten Schutzziele stehen dabei der Schutz der Zielgesellschaft und der Schutz derer Aktionäre.

### 1. Schutzbedürfnisse der Zielgesellschaft

Für die Zielgesellschaft bringt die Veröffentlichung eines öffentlichen Angebots regelmäßig eine Einschränkung der unternehmerischen Freiheit mit sich, da hierdurch personelle und

[13] Vgl. dazu *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 29 Rn. 33ff.
[14] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 29 Rn. 30ff.; a.A. *Süßmann* in Geibel/Süßmann WpÜG § 29 Rn. 23.

finanzielle Ressourcen gebunden werden[15] und zudem bei einem eventuellen Kontrollwechsel in Folge eines erfolgreichen Übernahmeangebots in vielen Fällen mit einer Neuausrichtung der wirtschaftlichen Betätigung zu rechnen ist. Wegen der darin liegenden Ungewissheit kann es darüber hinaus dazu kommen, dass sich wichtige Geschäftspartner der Zielgesellschaft wie Banken oder Großkunden zunächst abwartend verhalten und dadurch wirtschaftliche Nachteile entstehen. Öffentliche Übernahmeangebote tangieren vor allem aber auch die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft, weil nach einem möglichen Wechsel der unternehmerischen Führung nicht selten eine veränderte Beschäftigungspolitik verfolgt wird, wobei es – etwa im Rahmen von Umstrukturierungsmaßnahmen – auch zu Betriebsaufgaben und in deren Zuge zu Entlassungen kommen kann.

## 2. Schutzbedürfnisse der Wertpapierinhaber, bzw. Aktionäre der Zielgesellschaft

Für die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft, insbesondere die Aktionäre,[16] bringen öffentliche, auf den Erwerb ihrer Wertpapiere gerichtete Angebote erhebliche Unsicherheiten mit sich. Sie stehen vor der Entscheidung, ihre Vermögensanlage oder – vor allem bei größeren Aktienpaketen – ihre unternehmerische Beteiligung aufzugeben. Diese Desinvestitionsentscheidung wird von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst: So ist eine Veräußerung der Wertpapiere an den Bieter wirtschaftlich nur dann vorteilhaft, wenn diese ohne Wertverlust realisiert werden kann. Die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft tragen daher ein Preisrisiko.[17] Liegt bspw. die vom Bieter angebotene Gegenleistung unterhalb des Einstandspreises oder nur marginal darüber, so dass der *break-even* nicht erreicht werden kann bzw. alternative Wertanlagen für die Vergangenheit ertragreicher gewesen wären, so dürfte eine

---

[15] *Liebscher* ZIP 2001, 853, 859 weist auf den bekannten *Vodafone/Mannesmann*-Fall hin, bei dem die Verwaltung der *Mannesmann AG* als Zielgesellschaft während der Angebotsphase in Hinblick auf das operative Geschäft weitgehend lahmgelegen hat. Die Übernahme hat daneben allein auf Seiten der *Mannesmann AG* nach Angaben von *Schneider* AG 2002, 125, 128 DM 800 Mio. gekostet, insgesamt ca. DM 2 Mrd. Die hohen Kosten resultierten freilich zu einem nicht unerheblichen Teil aus den Abwehrbemühungen des Vorstands der *Mannesmann AG.* Zu den Belastungen der Verwaltung der Zielgesellschaft vgl. auch *Aha* AG 2002, 160, 161f.

[16] Die Differenzierung zwischen Wertpapierinhaber und Aktionär der Zielgesellschaft ist dem Umstand geschuldet, dass der Anwendungsbereich des Gesetzes nach § 1 WpÜG auch bei öffentlichen Angeboten auf Wertpapiere eröffnet ist, die zwar zum Amtlichen Handel zugelassen, aber nicht notwendigerweise Aktien sein müssen (etwa Optionsanleihen oder Wandelschuldverschreibungen, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 2 Rn. 20). Handelt es sich aber um ein Übernahmeangebot, so spricht das Gesetz ausschließlich von den Aktionären der Zielgesellschaft, denen gegenüber das Angebot abzugeben ist (vgl. bspw. § 32 WpÜG). Da es sich in der Praxis hauptsächlich um Aktienerwerbsangebote handeln wird und eine Differenzierung nach Wertpapiergattungen gemäß § 3 Abs. 1 WpÜG zulässig ist, soll dieser Inkonsequenz nicht weiter nachgegangen werden.

[17] Vgl. *Röhrich*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 34f.

Desinvestition nur dann in Betracht kommen, wenn für die Zukunft nicht zu erwarten ist, dass mit den Wertpapieren der Zielgesellschaft noch eine attraktive Rendite in Form von Dividenden oder Kursgewinnen erzielt werden kann. Hier zeigt sich bereits, dass die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in den meisten Fällen eine Prognose über die Wertentwicklung ihrer Vermögensanlage nach Durchführung des Angebotsverfahrens anstellen müssen, um sachgerecht beurteilen zu können, ob eine Veräußerung der Wertpapiere nicht vorzuziehen ist. Je nach Angebotsart sind aber weitere Erwägungen erforderlich: So droht bei einem einfachen – also auf einen maximalen Anteilserwerb beschränkten – Wertpapiererwerbsangebot zwar keine Konzernierung der Zielgesellschaft mit einem damit einhergehenden Kursabschlag am Kapitalmarkt, doch kann die gesetzliche Regelung in § 19 WpÜG zu einer Proratierung führen, mit der Folge, dass der Wertpapierinhaber das Angebot für sämtliche von ihm gehaltenen Wertpapiere annimmt, er aber nur einen Teil hiervon tatsächlich veräußern kann und anschließend auf einer Splitterbeteiligung „sitzen bleibt". Da es zu der gesetzlichen Teilzuteilung nur dann kommt, wenn das einfache Wertpapiererwerbsangebot von so vielen Wertpapierinhabern angenommen wird, dass der Bieter bei Erfüllung aller Verträge eine über den avisierten Anteilserwerb hinausgehende Menge von Wertpapieren erwerben müsste, hat der einzelne Wertpapierinhaber neben der Prognoseentscheidung über die künftige Wertentwicklung seiner Vermögensanlage zusätzlich die Erfolgsaussichten des Angebots und damit das voraussichtliche Verhalten der übrigen Wertpapierinhaber zu beurteilen. Entscheidend ist hier zudem nicht die Anzahl der annehmenden Wertpapierinhaber, sondern die Zahl der Wertpapiere, für die die Annahme erklärt wurde (so genannte überschießende Annahmeerklärungen).[18]

Diese Unwägbarkeiten potenzieren sich bei Übernahmeangeboten: Ist ein solches erfolgreich, so geht mit der Übernahme der Zielgesellschaft durch den Bieter in aller Regel gleichzeitig deren (Neu-)Konzernierung einher. Im Zuge einer solchen (Neu-)Konzernierung droht nicht nur die in den Aktien liegende Vermögensanlage für die Zukunft entwertet zu werden. Auch jede unternehmerische Beteiligung verliert ihre Attraktivität auf Grund der in Aussicht stehenden Stellung als Minderheitsaktionär. Je nach der vom Bieter angestrebten Beteiligungshöhe droht zusätzlich ein nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot vom Bieter durchgeführter Minderheitenausschluss (*Squeeze out*) gem. §§ 327a ff. AktG. Dieser ist möglich, wenn der

[18] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 19 Rn. 3.

Bieter direkt oder indirekt einen Kapitalanteil in Höhe von mindestens 95 Prozent erlangt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG). Zwar erhält der ausscheidende Minderheitsaktionär eine angemessene Barabfindung. Die Überprüfung der Angemessenheit ist aber nur in einem Zeit raubenden Spruchstellenverfahren möglich, § 327f AktG.[19]

Noch mehr als bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten ist der Wertpapierinhaber daher darauf angewiesen, die Erfolgsaussichten des Übernahmeangebots abschätzen zu können, was vor allem dadurch erschwert wird, dass er sein Verhalten regelmäßig nicht mit dem Verhalten anderer Aktionäre abstimmen kann. Der Aktionär der Zielgesellschaft befindet sich im so genannten *prisoner´s dilemma*. Mit diesem aus der Spieltheorie stammenden Begriff wird die Situation umschrieben, in der die zu treffende Entscheidung von der Entscheidung anderer abhängig ist und umgekehrt, ohne dass die Möglichkeit zu gemeinsamer Absprache bestünde.[20] Denn über den Erfolg des Angebots entscheiden die Anteilseigner der Zielgesellschaft nicht kollektiv in ihrer Gesamtheit als Hauptversammlung und damit Organ der Zielgesellschaft, sondern individuell durch Annahme des Angebots des Bieters.

Die Unsicherheiten, denen sich der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft bei einem Übernahmeangebot im Hinblick auf die von ihm zu treffende Entscheidung ausgesetzt sieht, wiegen umso schwerer, wenn es sich bei der vom Bieter angebotenen (Tausch-)Gegenleistung ihrerseits um Wertpapiere in Form liquider Aktien handelt, die an einem organisierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums zum Handel zugelassen sind. Bei dieser Art der Gegenleistung muss es sich nicht notwendig um eigene Aktien des Bieters handeln, da dieser gem. § 2 Abs. 3 WpÜG auch gar nicht zwingend in der Rechtsform einer AG oder KGaA existieren muss. Nach § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG kann der Bieter liquide Aktien sowohl bei Übernahmeangeboten als auch bei Pflichtangeboten ggf. sogar ausschließlich anbieten. Bei seiner Desinvestitionsentscheidung, die dann streng genommen auch eine Entscheidung zur Neuinvestition sein kann,[21] muss dann der Aktionär der Zielgesellschaft zusätzlich die Werthaltigkeit der angebotenen Aktien für die Zukunft beurteilen, weil er hiergegen im Falle einer Angebotsannahme seine Aktien an der Zielgesellschaft eintauscht. Er trägt insoweit ein

---

[19] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 327f AktG Rn. 3.
[20] Vgl. hierzu *Witt,* Übernahmen, S. 82ff.
[21] Der Aktionär der Zielgesellschaft kann natürlich stets seine Aktien am Kapitalmarkt veräußern. Bei laufenden Übernahme- oder Pflichtangeboten wird der Kurs der Papiere regelmäßig wertmäßig sehr dicht am Wert der angebotenen Gegenleistung notieren.

doppeltes Preisrisiko. Zwar muss der Bieter nach dem Grundsatz in § 31 Abs. 1 WpÜG sowie § 3 WpÜAngVO von sich aus eine angemessene Gegenleistung auch bei Tauschangeboten anbieten, so dass dem Gesetz nach der Aktionär nicht fürchten muss, nach Durchführung des Angebotsverfahrens unattraktive Wertpapiere zu halten. Im Rahmen des § 31 WpÜG ist aber stets zu bedenken, dass das Gesetz im Einzelnen nur Mindestpreisregelungen enthält, bei deren Nichteinhaltung die Gegenleistung nie als angemessen angesehen werden kann. Die Gegenleistung muss ihrer Höhe nach mindestens dem durchschnittlich gewichteten inländischen Börsenkurs der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. der Kontrollerlangung nach § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG entsprechen (vgl. im Einzelnen § 4ff. WpÜAngVO). Wurden innerhalb dieses Zeitraums Aktien der Zielgesellschaft zu einer höheren (Vorerwerbs-)Gegenleistung erworben, so ist die damals gewährte Gegenleistung maßgeblich.

Die Einhaltung der Mindestgrenzen sagt für sich aber noch nichts darüber aus, ob die angebotene Gegenleistung im konkreten Fall tatsächlich angemessen den Wert der Aktien der Zielgesellschaft widerspiegelt. Das Gesetz ermöglicht es dem Aktionär jedoch nicht, innerhalb eines speziellen Verfahrens – wie sie mit den Spruchstellenverfahren aus dem Aktien- und Umwandlungsrecht bei der Überprüfung von Abfindungszahlungen oder Gegenleistungen bekannt sind – die vom Bieter angebotene Gegenleistung auf ihre Angemessenheit hin überprüfen zu lassen.[22]

## II. Gesetzgeberische Mittel zur Erreichung des Schutzes

Trotz der grob skizzierten Einschränkungen und Unsicherheiten, denen sich die Zielgesellschaft, ihre Arbeitnehmer und auch ihre Aktionäre insbesondere bei Übernahmeangeboten ausgesetzt sehen, hat der Gesetzgeber darin keinen Anlass gesehen, solche öffentlichen Angebote gesetzlich zu unterbinden. Vielmehr wird diese spezielle Form des Unternehmenskaufs als wettbewerbsimmanentes Phänomen begriffen: So lassen sich Übernahmeangebote durchaus als Wettbewerb verschiedener Unternehmenskonzepte[23] beschreiben, mit denen Bieter

[22] Kritisch hierzu *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 86ff., die dem Aktionär allerdings einen zivilrechtlichen Ergänzungsanspruch zubilligen, der prozessual aber wohl nur sehr schwer durchzusetzen sein dürfte.

[23] Die wirtschaftstheoretische Beschreibung von Unternehmensübernahmen als „Wettbewerb der Unternehmenskonzepte“ ist zwar recht anschaulich, spiegelt die zugrunde liegenden Konstellationen aber nur unzureichend wider. Ausführlicher zu dieser Thematik siehe unten 1. Teil B.III.2.b)aa), S. 40ff.

und Verwaltung der Zielgesellschaft am Markt für Unternehmenskontrolle[24] um die Gunst der Anleger werben. Demzufolge steht das WpÜG öffentlichen Übernahmen grundsätzlich neutral gegenüber; sie werden gesetzlich weder gefördert noch verhindert.[25] Sämtliche Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangebote müssen aber den allgemeinen Grundsätzen aus § 3 WpÜG genügen, die sich selbst als Ausprägungen des Fairnessprinzips beschreiben lassen und sich in vielen Vorschriften des Gesetzes in speziellen Ausformungen wiederfinden. So ergeben sich aus § 3 Abs. 4 Satz 1 WpÜG ein Beschleunigungsgebot und ein Behinderungsverbot, die beide – jeweils vorrangig zu Gunsten der Zielgesellschaft – dafür Sorge tragen, dass die mit dem öffentlichen Angebot einhergehenden wirtschaftlichen Einschränkungen in einem zumutbaren zeitlichen Rahmen bleiben. Aus diesem Grund sind dem Bieter mehrere enge Fristen gesetzt (z.B. in § 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG [Erstellung der Angebotsunterlage] und § 16 Abs. 1 Satz 1 WpÜG [maximale Dauer der Annahmefrist]), innerhalb derer er das Angebot durchzuführen hat. Überschreitet er den abgesteckten Zeitrahmen, so droht ihm eine Untersagung des Angebots gem. § 15 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG mit der Folge einer einjährigen Sperrfrist (§ 26 Abs. 1 Satz 1 WpÜG), während deren Lauf er grundsätzlich kein erneutes Angebot abgeben darf.[26]

Weitaus bedeutsamer für Angebotsverfahren dürfte aber das in § 3 Abs. 2 WpÜG vornehmlich zu Gunsten der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft verankerte Transparenzgebot sein.[27] Dieses Gebot besagt, dass die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft über ausreichend Informationen verfügen müssen, um sachgerecht über die Annahme des Angebots entscheiden zu können. Der darin liegende allgemeine Grundsatz bindet sowohl die Verwaltung der Zielgesellschaft als auch – und das vornehmlich – den Bieter. Während erstere ihrer Pflicht hauptsächlich durch die Abgabe einer begründeten Stellungnahme gem. § 27 Abs. 1 WpÜG nachkommt, muss der Bieter weitaus intensiveren Transparenzanforderungen genügen: So hat dieser nicht nur während des Angebotsverfahrens laufend über den aktuellen Stand seiner bestehenden und auf Grund von Angebotsannahmen zu

---

[24] *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 18 m.w.N. Kritisch zu diesem Begriff *Schneider* AG 2002, 125. Der Markt für Unternehmenskontrolle ist jedoch nicht beschränkt auf börsennotierte Unternehmen. Insofern regelt das WpÜG nur einen Teilausschnitt der Bedingungen eines solchen Markts.

[25] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

[26] Die BAFin kann aber gemäß § 26 Abs. 2 WpÜG einen Dispens von dem Verbot aussprechen, sofern die Zielgesellschaft dem zustimmt.

[27] Die Herbeiführung umfassender Transparenz ist eines der wichtigsten Gesetzesziele, vgl. Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 1.

erwartenden Beteiligung an der Zielgesellschaft Auskunft zu geben (§ 23 WpÜG),[28] sondern vor allem auch schon in seine Angebotsunterlage gem. § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO umfassende Angaben im Zusammenhang mit der geplanten Transaktion in deutscher Sprache aufzunehmen. Hierzu zählen vor allem Angaben zu den Absichten des Bieters hinsichtlich der Zielgesellschaft im Falle eines erfolgreichen Übernahmeangebots. Ebenso ist darzulegen, auf welche Weise die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung ermittelt worden ist. Werden als Gegenleistung liquide Aktien oder sonstige Wertpapiere (nur bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten) angeboten, so hat der Bieter zusätzlich umfangreiche Angaben zu diesen Wertpapieren aufzunehmen. Die Angebotsunterlage ersetzt dann strukturell einen unter Umständen sonst notwendigen Verkaufsprospekt bzw. Unternehmensbericht.

Da in der Angebotsunterlage naturgemäß auch die Konditionen des Angebots wie bspw. die Aktien, auf die es sich bezieht, und die Art und Höhe der Gegenleistung (*essentialia negotii*) sowie die Länge der Annahmefrist festgelegt werden, nimmt diese als elementares Mittel des Bieters zur Durchführung des Angebots und gleichzeitig zur Herstellung der gesetzlich geforderten Transparenz für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft eine zentrale Rolle im WpÜG ein. Hinzu kommt, dass die Angebotsunterlage die Basis bildet, auf deren Grundlage die Verwaltung der Zielgesellschaft ihre Stellungnahme zum Angebot abgeben muss. Auch insoweit dient sie daher mittelbar der Unterrichtung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, weil diese nunmehr in den Genuss von Informationen kommen, die von den Interessen des Bieters am Erfolg seines Angebots bereinigt sind. Hierbei darf allerdings nicht verkannt werden, dass die Stellungnahme der Verwaltung in der Praxis ebenso wenig frei von Eigeninteressen sein wird.

## B. Themenstellung

Aus den oben dargestellten Gründen kommt der Angebotsunterlage des Bieters besondere Bedeutung bei der Herstellung der für Angebote nach dem WpÜG geforderten Transparenz und

[28] So genannte Wasserstandsmeldungen; vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 23 Rn. 1; *Witt* NZG 2000, 809. Steht der Erfolg des Übernahmeangebots nach Ablauf der Annahmefrist fest, so ermöglicht § 16 Abs. 2 Satz 1 WpÜG den zögernden Aktionären noch einmal, innerhalb einer weiteren Annahmefrist in Kenntnis der erfolgten Konzernierung das Angebot anzunehmen (so genannte Zaunkönigregel; vgl. *Lenenbach* KapMR Rn. 13.70; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 16 Rn. 5).

der Durchsetzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes zu. Unabdingbare Voraussetzung für die Erfüllung dieser Funktionen ist aber, dass die Angebotsunterlage richtig, vollständig und aussagekräftig ist. Um dies sicherzustellen hat der Gesetzgeber mit § 12 WpÜG eine spezielle Haftungsnorm geschaffen, die dafür Sorge tragen soll, dass die in § 11 WpÜG niedergelegten Anforderungen an Form und Inhalt der Angebotsunterlage eingehalten werden, bzw. die Nichteinhaltung eine Haftung für die Fehlerhaftigkeit nach sich ziehen kann.[29]

## I. Praktische Bedeutung der Angebotsunterlagenhaftung

Aus wirtschaftlicher Sicht birgt die Gefahr einer potenziellen Haftung im Anschluss an ein Angebotsverfahren erhebliche finanzielle Risiken. Bislang hat es in der kurzen Rechtspraxis seit des Inkrafttreten des WpÜG zwar noch keinen Fall gegeben, in dem Haftungsansprüche aus § 12 WpÜG geltend gemacht worden sind. Denkt man aber bspw. an die Übernahme der *Mannesmann AG* durch *Vodafone plc.* zurück und vergegenwärtigt sich das Transaktionsvolumen in Höhe von ca. 450 Milliarden DM bzw. ca. 230 Milliarden Euro, so liegt es auf der Hand, dass das Risiko möglicher späterer Haftungsansprüche enorm ist: Denn das von der Börsenkapitalisierung der Zielgesellschaft zuzüglich etwaiger Prämienzahlungen abhängige Transaktionsvolumen bildet noch nicht einmal die Obergrenze denkbarer Schadensersatzansprüche durch die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, wenn man etwa anfallende Prozess- und Anwaltskosten im Falle gerichtlicher Auseinandersetzungen hinzuzählt.

Angesichts eines solchen Szenarios muss der Bieter schon im Vorfeld der Abgabe seines Angebots dafür Sorge tragen, dass Haftungsrisiken minimiert werden. Entsprechende Vermeidungsstrategien gehen aber mit einem erhöhten Beratungsbedarf einher, so dass bereits bei der Ausgestaltung der Angebotsunterlage und deren Anpassung an die gesetzlichen Vorgaben aus § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO erhebliche Beratungskosten anfallen werden. Schon im Rahmen der Veröffentlichung von Verkaufs-, bzw. Börsenzulassungsprospekten oder Unternehmensberichten, an deren Fehlerhaftigkeit eine vergleichbare Rechtsfolge geknüpft ist, entspricht es der gängigen Praxis, bei deren Erstellung begleitend Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und Banken zu Rate zu ziehen. Die Höhe anfallender Beratungskosten lässt sich naturgemäß kaum für sämtliche Angebote generalisierend angeben, da sie von dem benötigten

[29] Der Gesetzgeber hat sich allerdings in der Gesetzesbegründung nicht zu den Gründen für die Haftung geäußert, vgl. dazu unten 2. Teil A.III, S. 102ff.

Zeitaufwand und auch von dem jeweiligen Transaktionsvolumen abhängig sind. Hinzu kommt, dass die beratend tätigen Personenkreise unter Umständen nach § 12 WpÜG ebenfalls haften können, da § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG den Kreis der potenziell Haftenden nicht auf den Bieter beschränkt.

Kosten intensivierend wirkt darüber hinaus die Verpflichtung des Bieters, bei Barangeboten ein Testat eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens einholen zu müssen, in dem die Sicherstellung der Finanzierung bestätigt wird. Diese Finanzierungsbestätigung kein bei ihrer Fehlerhaftigkeit zu Schadensersatzansprüchen gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen führen, so dass auch dieses Risiko bei den Kosten für das Testat berücksichtigt werden muss und zu einer Verteuerung von Angeboten nach dem WpÜG führen wird.[30]

Aus der Sicht der das Angebot annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ist die wirtschaftliche Bedeutung von § 12 WpÜG ebenfalls enorm, weil sie dazu geeignet scheint, wirtschaftliche Risiken, die sich aus der Annahme des Angebots ergeben, abzufangen. Auch hier lässt sich das in Frage stehende finanzielle Risiko, das mit dem Angebot verbunden ist, nicht einheitlich beziffern, da es von dem Wert der Vermögensanlage des jeweiligen Wertpapierinhabers in Wertpapieren der Zielgesellschaft abhängt. Beispielhaft sei hier der Fall der Übernahme der *Computer 2000 AG* unter Geltung des Übernahmekodexes erwähnt, bei dem ein Anleger nach Annahme des Angebots gegen die Bieterin gerichtlich einen Schaden in Höhe von DM 1.103.544,00 (Euro 564.233,07) – allerdings erfolglos – geltend gemacht hat.[31]

Vor allem institutionelle Anleger wie Fonds- oder Investmentgesellschaften werden oftmals in erheblicher Höhe an der jeweiligen Zielgesellschaft beteiligt sein. Das sich aus der Annahme des Angebots ergebende finanzielle Risiko ist immer dann besonders bedeutend, wenn – wie es bei der *Mannesmann*-Übernahme der Fall war[32] – die angebotene Gegenleistung ausschließlich in Wertpapieren besteht. Das durch die Annahme des Angebots

---

[30] Siehe *Vogel* ZIP 2002, 1421.

[31] Mit der Klage wurde ein Teilbetrag in Höhe von DM 68.000,00 (Euro 34.767,85) geltend gemacht; vgl. BGH EWiR § 31WpÜG 1/02, 733; vorangegangen OLG München ZIP 2001, 2135. Einzelheiten hierzu unten 2. Teil A.I.a), S. 98ff. und 3. Teil D.V, S. 259f.

[32] In dem am 23. Dezember 1999 veröffentlichten Angebot bot die *Vodafone plc.* als Gegenleistung für eine *Mannesmann*-Aktie 53,7 *Vodafone*-Aktien. Eine Barkomponente enthielt das Angebot nicht. Vgl. im Einzelnen hierzu *Höpner/Jackson*, Corporate Control, S. 27f.

entstehende Risiko durch die Aufgabe der Vermögensanlage in Wertpapieren der Zielgesellschaft wird durch die Umschichtung in die angebotenen Wertpapiere perpetuiert.

Angesichts der dargestellten wirtschaftlichen Bedeutung einer eventuellen Haftung aus § 12 WpÜG sowohl aus der Sicht des Bieters und der in dessen Sphäre beteiligten Personen als auch der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft erscheint es gerechtfertigt, § 12 WpÜG einer genauen Untersuchung zu unterziehen, um herauszuarbeiten, wie der Gesetzgeber die entstehenden Risiken auf die einzelnen Parteien eines Angebots nach dem WpÜG verteilt hat.

## II. Rechtliche Bedeutung der Angebotsunterlagenhaftung

Der Gesetzgeber hat sich bei der Schaffung des § 12 WpÜG bei dessen rechtlicher Ausgestaltung an §§ 44ff. BörsG orientiert.[33] Die Norm ist als Schadensersatzanspruch zu Gunsten derjenigen konzipiert, die das Angebot des Bieters angenommen haben. Von der Rechtsfolge her gleicht § 12 WpÜG aber eher der börsengesetzlichen Prospekthaftung in ihrer Fassung vor dem 01. April 1998.[34] Neben dem Bieter können auch weitere Personen haften, wenn von ihnen die Angebotsunterlage wirtschaftlich ausgeht oder sie die Verantwortung für die Richtigkeit übernommen haben. In der Tradition prospekthaftungsrechtlicher Ansprüche hat der Gesetzgeber darüber hinaus unter Abweichung von allgemeinen deliktsrechtlichen Grundsätzen spezielle Regelungen für die haftungsbegründende Kausalität, das Verschulden sowie für die Verjährung etwaiger Ansprüche getroffen.

In der juristischen Literatur ist bislang keine einheitliche Linie bei der Herausarbeitung der Voraussetzungen einer Haftung oder des Inhalts von Ansprüchen aus § 12 WpÜG erkennbar geworden. Während etwa *Hopt*[35] die Vorschrift als die Schaffung eines umfassenden Vermögensschutzes zu Gunsten der annehmenden Wertpapierinhaber begrüßt, vertritt *Renner* die

---

[33] Der Übernahmekodex enthielt keine dem § 12 WpÜG vergleichbare Regelung.

[34] So auch *Hamann* ZIP 2001, 2249, 2256. Die §§ 45, 46 BörsG in ihrer neuen Fassung sind mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz vom 24. März 1998 (BGBl. I 1998, S. 529) zum 01. April 1998 in Kraft getreten. Im Zuge des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes vom 21. Juni 2002 (BGBL. I 2002, S. 2010) änderte sich die Nummerierung des Gesetzes, so dass den §§ 45 bis 48 BörsG seit dem 01. Juli 2002 die §§ 44 bis 47 BörsG entsprechen.

[35] *Hopt* ZGR 2002, 333, 352f. Zugleich kritisiert *Hopt* a.a.O. die Beschränkung der Haftung auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz.

Auffassung, bei Barangeboten seien überhaupt keine Ansprüche denkbar, wenn der Bieter seine in der Angebotsunterlage festgelegte Gegenleistung vollständig erbracht habe.[36] Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangen *Steinmeyer/Häger*, die dann § 12 WpÜG hauptsächlich für Tauschangebote untersuchen.[37] *Assmann*[38], *Hamann*[39] und *Schwennicke*[40] schließlich begnügen sich weitgehend mit einer entsprechenden Darstellung der vom Wortlaut her vergleichbaren Börsenprospekthaftung aus §§ 44ff. BörsG, die auch für fehlerhafte Verkaufsprospekte und Unternehmensberichte Anwendung findet. Dabei diskutieren sie weder denkbare Schäden, die ersetzt verlangt werden können, noch sonstige wertpapiererwerbs- und übernahmerechtliche Besonderheiten.

Diese Besonderheiten müssen aber bei der Auslegung des § 12 WpÜG stets beachtet werden: So stellt die Vorschrift im deutschen Recht insofern ein Novum dar, als sie – anders als die anderen spezialgesetzlichen Haftungstatbestände – dem Käufer und nicht dem Verkäufer von Wertpapieren eine potenzielle Haftung auferlegt. In der Tat stellt sich dann die Frage, welchen Schaden ein annehmender Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft haben kann, wenn er die Gegenleistung in Geld erhält. Anders wiederum bei Tauschangeboten: Hier kann ein Schaden in der Wertentwicklung der erhaltenen Wertpapiere liegen. Es stellt sich dann aber die Frage, ob und ggf. wie das tauschvertragliche Synallagma der vertraglichen Ebene auf der schadensersatzrechtlichen Ebene abgebildet wird, wenn es darum geht, den Schadensumfang zu ermitteln.

Eine weitere, bislang in der Literatur unerörterte Frage, stellt sich im Rahmen der Rechtsfolge eines etwaigen Anspruchs aus § 12 WpÜG: Mit einem erfolgreichen Übernahmeangebot geht neben dem Erwerb einer Vielzahl von Aktien auf der unternehmerischen Ebene ein Unternehmenskauf einher. Denn das Übernahmeangebot ist nichts anderes als eine spezielle Form des Unternehmenskaufs im Wege eines *share deal*.[41] Es stellt sich nun die Frage, ob als Rechtsfolge eines Schadensersatzanspruchs nach dem Grundsatz der Naturalrestitution eine Rückabwicklung sämtlicher Einzelverträge in Betracht zu ziehen ist, die auf der Ebene der Unternehmensakquisition zu einer rechtlichen und wirtschaftlichen Entflechtung der zwi-

[36] *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 26f.
[37] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 34ff.
[38] *Assmann* AG 2002, 153.
[39] *Hamann* ZIP 2001, 2249
[40] *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 1ff.
[41] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 29 Rn. 2.

schenzeitlich in Folge der Übernahme eingetretenen gesellschaftsrechtlichen Verbundenheit zwischen Bieter und Zielgesellschaft führen kann. Die hierdurch veranlassten Kosten und sonstigen Belastungen von Bieter und auch Zielgesellschaft wären enorm. Bei Pflichtangeboten stellt sich die Frage, ob eine solche Rückabwicklung des Einzelvertrags überhaupt im Interesse eines ehemaligen Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft kann: Schließlich soll die Pflichtangebotsregel ja gerade einen Austritt aus der Zielgesellschaft zu angemessenen Konditionen ermöglichen.

Im Zusammenhang mit Übernahme- und Pflichtangeboten stellt sich wegen des in § 31 WpÜG niedergelegten Grundsatzes der Angemessenheit der anzubietenden Gegenleistung des Weiteren die Frage,[42] wie sich die darin liegende Beschränkung der Vertragsautonomie zu Ansprüchen aus § 12 WpÜG verhält: Hat ein Aktionär ggf. bei einer unangemessen niedrigen Gegenleistung einen (ergänzenden) Primäranspruch kraft Gesetzes, der eventuelle Schadensersatzansprüche verdrängt? Da die Gegenleistung und deren Ermittlung unter Darlegung der Bewertung der Aktien der Zielgesellschaft als notwendige Angaben in die Angebotsunterlage aufgenommen werden müssen, dürften in vielen Fällen sowohl deren Fehlerhaftigkeit als auch eine unangemessene Gegenleistung gegeben sein. Stehen Primär- und Sekundäransprüche in solchen Konstellationen nebeneinander, so schließt sich die Frage an, ob ggf. die speziellen Verschuldens- und Verjährungsregelungen des § 12 WpÜG auf Primärleistungsergänzungsansprüche haben können, bzw. gar keine oder eine umgekehrte Ausstrahlungswirkung anzunehmen ist. Die soeben dargestellte Problematik ist aber nur ein Ausschnitt des grundsätzlich zu klärenden Verhältnisses zwischen einer Haftung nach § 12 WpÜG und einer Haftung aus dem Vertrag, der zwischen Bieter und Aktionär geschlossen wird und bei dem der Inhalt Angebotsunterlage gleichzeitig Vertragsinhalt wird.[43]

Wirft man einen Blick auf übernahmerechtliche Kodifizierungen anderer Staaten, so fällt auf, dass eine dem § 12 WpÜG vergleichbare Regelung fehlt. Weder das öÜbG in Österreich noch der *City Code on Take-overs and Mergers* bzw. die *Rules Governing Substantial Acquisitions*

---

[42] § 31 WpÜG findet auf einfache Wertpapiererwerbsangebote keine Anwendung. Zu der Unterscheidung der drei Angebotsarten vgl. oben Einleitung A, S. 2.

[43] An dieser Stelle wird der Unterschied zwischen einem zumeist als bloße *invitatio ad offerendum* anzusehenden Verkaufsprospekt und einer wegen § 17 WpÜG zwingend als bindendes Vertragsangebot auszugestaltenden Angebotsunterlage besonders deutlich.

*of Shares* in Großbritannien enthalten entsprechende Haftungsnormen.[44] Entsprechendes gilt für das US-Recht. Dies schließt allerdings nicht aus, dass nach den Rechtsordnungen dieser Staaten ähnliche Ersatzansprüche bereits im allgemeinen Recht zu finden sind und auf die von § 12 WpÜG erfassten Sachverhalte Anwendung finden. Möglicherweise gehen diese Rechtssysteme auch einen anderen Weg zur Herstellung und Absicherung der notwendigen Transparenz und zur Durchsetzung der Gleichbehandlung.

Ebenso wenig wie die vorgenannten Kodifikationen enthielt der gescheiterte Entwurf zur Übernahmerichtlinie eine Vorschrift, nach der die europäischen Staaten in ihrer Umsetzung des Übernahmerechts eine Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen hätten vorsehen müssen.[45] Art. 6 Abs. 2 Satz 1 ÜR beinhaltete nur die Vorgabe für die Mitgliedstaaten, dafür zu sorgen, „[...] dass nach ihrem geltenden Recht der Bieter eine Angebotsunterlage mit den notwendigen Informationen zu erstellen und rechtzeitig bekannt zu geben hat, damit die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft in voller Kenntnis der Sachlage entscheiden können.“ Diese Vorschrift wurde unverändert in dem neuen Richtlinienentwurf vom 02. Oktober 2002 beibehalten.[46]

Die aufgeführten Erwägungen rechtfertigen eine nähere Untersuchung der vom Gesetzgeber vorgesehenen Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen gem. § 12 WpÜG.

## C. Gang der Darstellung

Im ersten Teil dieser Arbeit werden die Grundlagen für die Angebotsunterlagenhaftung untersucht. Im Mittelpunkt der Untersuchungen steht dabei die Angebotsunterlage als Anknüpfungspunkt für eine Haftung für deren Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit. Ausgehend von rechtstatsächlichen Untersuchungen hinsichtlich der Notwendigkeit transparenter Angebotsverfahren wird im Einzelnen dargestellt, welchen Inhalt die Angebotsunterlage haben muss, um den Anforderungen daran zu genügen. Die aufzunehmenden Angaben

---

[44] Genauso wenig enthielt der Übernahmekodex eine vergleichbare Regelung.
[45] Einzig der Vorentwurf aus dem Jahr 1987 (Komm.-Dok. XV/63/87-DE (rev. 1) zu einem früheren Richtlinienentwurf 1989; letzterer abgedruckt bei Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 253ff.) sah eine Schadensersatzregelung in seinem Art. 20 vor, die aber schon in dem späteren Entwurf fehlte. Vgl. dazu auch *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 36.
[46] KOM (2002) 534.

werden kategorisiert und im Einzelnen erörtert. Neben dem notwendigen Inhalt werden auch die rechtlichen Funktionen der Angebotsunterlage innerhalb von Angebotsverfahren nach dem WpÜG aufgezeigt. Die so herausgearbeiteten Grundsätze werden am Ende des ersten Teils mit den inhaltlichen Anforderungen und der funktionalen Bedeutung von Angebotsunterlagen in anderen Rechtsordnungen verglichen. Als Vergleichsmaßstab wurden die nationalen Rechtsordnungen der USA, Großbritanniens und Österreichs herangezogen, deren übernahmerechtliche Regelungen allesamt dem WpÜG mit als Vorbilder dienten. Folgende Gründe für die Auswahl kommen hinzu: Die rechtlichen Regelungen der USA wurden wegen deren besonderer Bedeutung als Regelungsrahmen des weltweit wichtigsten Kapitalmarktstandorts (*New York Stock Exchange*) ausgewählt. Entsprechendes gilt für Großbritannien als Standort des bedeutendsten Kapitalmarkts Europas (*London Stock Exchange*). Die Heranziehung des österreichischen Rechts erfolgt demgegenüber zum einen wegen dessen traditioneller Nähe zum deutschen Recht, die es zu dem anglo-amerikanischen *case law*-System in dieser Form nicht gibt. Zum anderen ist die Untersuchung des österreichischen Rechts insofern von besonderem Interesse, als es vor dem Scheitern der geplanten Übernahmerichtlinie zum 01. Januar 1999 in Kraft trat, gleichwohl aber diese Richtlinie – anders als das WpÜG – in vollem Umfang antizipierte.

Im zweiten Teil dieser Arbeit werden dann die Einzelheiten der Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen herausgearbeitet. Zunächst werden dabei Haftungsfälle der Vergangenheit aus Deutschland und den USA erörtert und daraufhin untersucht, wie sie nach § 12 WpÜG zu beurteilen wären. Im Anschluss daran folgt eine dogmatische Einordnung der Angebotsunterlagenhaftung in das deutsche Rechtssystem sowie die Untersuchung möglicher Haftungsgründe. Auch hierzu erfolgt eine parallele rechtsvergleichende Untersuchung zu den USA, Großbritannien und Österreich. Im Anschluss daran werden die potenziellen Haftungsverpflichteten und Anspruchsberechtigten nach bestimmten Beteiligtengruppen kategorisiert und deren potenzielle Haftbarkeit herausgearbeitet. Des Weiteren werden die Voraussetzungen an das Vorliegen einer Fehlerhaftigkeit sowie Fragen der Kausalität, des Verschuldens, eventueller Haftungsbeschränkungen sowie der Verjährung erörtert. Einen Schwerpunkt des zweiten Teils bildet daneben die Untersuchung des Schadenserfordernisses, das gleichzeitig die Rechtsfolge von Ansprüchen aus der Angebotsunterlagenhaftung bestimmt. Am Ende des zweiten Teils werden schließlich Aspekte des Internationalen Privatrechts und gerichtlicher Zuständigkeiten näher beleuchtet.

Der dritte Teil dieser Arbeit widmet sich den Fragen konkurrierender Ansprüche und deren Verhältnis zur Angebotsunterlagenhaftung. Neben der Untersuchung konkurrierender anderer spezialgesetzlicher Prospekthaftungsansprüche, vertraglicher und deliktischer sowie gesellschafts- und konzernrechtlicher Ansprüche kommt hier eine besondere Bedeutung den konkurrierenden Ansprüchen aus dem WpÜG selbst zu, weil diese erst den Umfang des übernahmerechtlichen Anlegerschutzes in seinem vollen Umfang offenbaren und weil deren Verhältnis zu § 12 WpÜG in der juristischen Literatur bisher nur am Rande erörtert worden ist. Hierzu zählen Primär- und Primärleistungsansprüche aus § 31 WpÜG sowie Schadensersatzansprüche aus der Ausfallhaftung gem. § 13 Abs. 2 WpÜG. Letztere soll mit entsprechenden Regelungen in den USA, Großbritannien und Österreich verglichen werden.

Am Ende dieser Arbeit wird ein Gesetzesänderungsvorschlag unterbreitet, der die erzielten Ergebnisse berücksichtigt und umsetzt. Es soll gezeigt werden, wie die Angebotsunterlagenhaftung zukünftig ausgestaltet sein kann, um sich in die Reihe bestehender spezialgesetzlicher Prospekthaftungsansprüche und gleichzeitig als ein sinnvoller Baustein in ein richtig verstandenes wertpapiererwerbs- und übernahmerechtliches System eines effizienten Anlegerschutzes einzufügen.

# 1. Teil:
# Grundlagen der Angebotsunterlagenhaftung

Jeder, der ein öffentliches Angebot auf den Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft mit Sitz am Inland abgibt, muss, sofern die Wertpapiere an einem organisierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums zum Handel zugelassen sind, die Verfahrensvorschriften des WpÜG einhalten. Zunächst ist gem. § 10 WpÜG die Entscheidung zur Abgabe des Angebots zu veröffentlichen. In der Folgezeit hat der Bieter vier (ausnahmsweise bis acht) Wochen Zeit, um die Angebotsunterlage zu erstellen und der BAFin[47] zu übermitteln (§ 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG). Wird deren Veröffentlichung innerhalb von zehn – max. fünfzehn – Werktagen gestattet bzw. nicht nach § 15 WpÜG untersagt, so ist die Veröffentlichung vorzunehmen. Besondere Anforderungen gelten in den Fällen, in denen das Angebot auf die Erlangung der Kontrolle der Zielgesellschaft, mithin also auf einen Mindesterwerb von 30 Prozent der Stimmrechte – inklusive der bereits vom Bieter direkt oder indirekt gehaltenen – gerichtet ist (§ 29 WpÜG, Übernahmeangebot).

In Ergänzung hierzu muss jeder, der die Kontrolle über die Zielgesellschaft anders als auf dem Weg eines öffentlichen Übernahmeangebots erlangt, diese Kontrollerlangung nach § 35 Abs. 1 WpÜG publik machen und anschließend innerhalb von vier Wochen eine Angebotsunterlage erstellen und diese ebenfalls veröffentlichen (§ 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG; so genanntes Pflichtangebot).

Sowohl das Übernahme- als auch das Pflichtangebot durchlaufen also ungeachtet derer unterschiedlicher Initialisierungstatbestände[48] dasselbe Verfahren nach dem WpÜG. Stets hat

---

[47] Die BAfin ist durch das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht (BGBl. I, 1310) aus der Zusammenlegung der früheren Aufsichtsbehörden BAWe, BAV und BAKred mit Wirkung zum 01. Mai 2002 entstanden. Ausführlich zu Aufbau, Struktur und Funktion dieser Aufsichtsbehörde siehe *Hagemeister* WM 2002, 1773.

[48] Die autonome Entscheidung einerseits und die Kontrollerlangung andererseits. In den meisten Fällen beruht aber auch die Kontrollerlangung auf einer autonomen Entscheidung eines Bieters, der diese zumeist durch einen nicht dem WpÜG unterfallenden (freiwilligen!) privaten Aktienpaketerwerb herbeiführt, bei dem schon die Notwendigkeit eines anschließenden Pflichtangebots einkalkuliert werden kann und auch muss. Freilich kann die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG auch unfreiwillig erreicht bzw. passiert werden, wenn dieses nämlich durch den Aktienerwerb eines Dritten ohne Absprache mit dem Bieter auf Grund einer erstmaligen Zurechnung der Stimmrechte aus diesen Aktien an den Bieter gemäß § 30 WpÜG geschieht (so genannte passive Kontrollerlangung). Im Zusammenhang mit Pflichtangeboten ist stets an § 37 WpÜG zu denken, der eine Befreiung von

der Bieter eine Angebotsunterlage zu erstellen, deren Einzelheiten, vor allem im Hinblick auf notwendige und ergänzende Angaben, in § 11 WpÜG sowie § 2 WpÜAngVO geregelt sind. Die Differenzierung nach notwendigen und ergänzenden Angaben ergibt sich aus der Terminologie des Gesetzes. Allerdings handelt es sich auch bei den ergänzenden Angaben um notwendige. Der Katalog des § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO ist nicht abschließend, Maßstab für die Anforderungen an den Inhalt der Angebotsunterlage sind die allgemeinen Grundsätze aus § 3 WpÜG. [49]

## A. Gesetzgeberische Grundintention

Gesetzestechnisch dient die Angebotsunterlage der Umsetzung zweier grundlegender Gesetzesziele: Zunächst soll sie sicherstellen, dass Angebotsverfahren nach dem WpÜG möglichst transparent durchgeführt werden. Damit verbunden soll sie eine gleichmäßige Information der Verkehrskreise herstellen und dadurch insbesondere die Gleichbehandlung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft gewährleisten.

### I. Rechtstatsachen

Die angesprochene Transparenz dient vornehmlich dazu, das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts zu stärken bzw. zu erhöhen. Die Angebotsunterlage fungiert insoweit als Informationsquelle für die Öffentlichkeit, vor allem für die so genannte Bereichsöffentlichkeit der am Kapitalmarkt agierenden Personen wie z.B. börsennotierte Unternehmen, Banken, Versicherungsunternehmen, institutionelle Anleger oder Kursmakler. Denn die Vergangenheit hat gezeigt, dass Übernahmeangebote in vielen Fällen dazu geeignet sind, die öffentliche Reputation des Kapitalmarkts zu schädigen. Nicht ohne Grund spricht man insoweit von „Übernahmeschlachten“ bzw. „feindlichen“ Übernahmen, benutzt also Begrifflichkeiten aus der Militärsprache. Hierhinter verbirgt sich nicht zuletzt der Verdacht, die an der Übernahme Beteiligten, und damit insbesondere Bieter und Zielgesellschaft, würden strategisch vorgehen und ihre wahren Absichten nicht offenbaren. Besondere

---

den Pflichten des § 35 WpÜG durch Ermessensentscheidung der BAFin auf Antrag des Bieters – auch schon vor Kontrollerlangung – vorsieht. Wegen §§ 20 oder 36 WpÜG kann es sein, dass die BAFin per (gebundener) Verfügung die Nichtberücksichtigung bestimmter Stimmrechte bei der Berechnung des Bieteranteils ermöglicht.

[49] Vgl. im Einzelnen unten 1. Teil B.III.2.d), S. 45ff.

Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang vor allem den Erfahrungen mit öffentlichen Übernahmen aus den USA zu. So ist es zu erklären, dass auch in Deutschland viele übernahmerechtliche Problemkreise schlagwortartig unter Begriffen aus der angloamerikanischen Rechtssprache diskutiert werden (vor allem im Hinblick auf Abwehrmaßnahmen, etwa: *white knight*, *grey knight; black knight*[50]*; crown jewels defense*[51], *poison pills*[52]*, shark repellent; smoking gun)*. Die Verwendung solcher oft militärischer Begriffe resultiert dabei nicht nur aus der besonderen Eignung der englischen Sprache zur Prägung salopp-plakativer Begriffe und der damit einhergehenden Durchsetzung des anglo-amerikanischen Rechts mit schlagwortartig bezeichneten Rechtsinstituten, sondern zeigt vor allem in dem hier interessierenden Zusammenhang durch den mit ihnen verbundenen negativen, weil martialischen Beigeschmack, welche Skepsis öffentlichen Übernahmen dort sogar in der Rechtssprache entgegen gebracht wird.[53] Dass sich dieses ungünstig auf das Ansehen des Kapitalmarkts als solchen auswirken kann, ist dann leicht nachzuvollziehen.

## II. Der Fall *Mannesmann/Vodafone*

Aber auch in Deutschland ist spätestens seit der spektakulären Übernahme der *Mannesmann AG* durch die englische *Vodafone plc.* klar geworden, dass derartige Vorgänge das Vertrauen in den Kapitalmarkt auszuhöhlen geeignet sind.[54] Abgesehen von der – wenig europäisch anmutenden – Diskussion bis in die höchsten Politikerkreise, ob es hingenommen werden dürfe, dass ein deutsches Traditionsunternehmen von einem englischen übernommen würde, hat auch die praktische Durchführung des Verfahrens das Misstrauen gegenüber Übernahme-angeboten geschürt: Entgegen der ursprünglichen Versprechen der Bieterin wurden nach

---

[50] Unter *white knight* versteht man die Suche der Verwaltung der Zielgesellschaft nach einem konkurrierenden Angebot. Streng genommen handelt es sich hierbei – zumindest aus der Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft – nicht um eine Abwehrmaßnahme, da die Annahme des ursprünglichen Angebots nicht vereitelt wird, sondern eine alternative Veräußerungsmöglichkeit geschaffen wird. Allerdings wird die Suche davon geleitet sein, ob der *knight* dem gegenwärtigen Management der Zielgesellschaft wohlgesonnen ist. Bei *grey knights* ist dies unklar und *black knights* entpuppen sich als das Gegenteil. Vgl. hierzu *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, pp. 606 et seq., dort zu allen verwendeten Terminologien.

[51] Bei der *crown jewels defense* werden diejenigen Vermögenswerte von der Zielgesellschaft veräußert, deren (mittelbarer) Erwerb die Motivation des Bieters zur Abgabe des Übernahmeangebots war.

[52] *Poison pills* sind der Oberbegriff für in erster Linie statutarische Maßnahmen, die die Übernahme für den Bieter im Erfolgsfalle nachträglich verteuern (wie etwa exorbitante Abfindungszahlungen an ausscheidende Verwaltungsmitglieder; so genannte *golden parachutes*).

[53] In diesem Sinne etwa *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, p. 603 und pp. 606 et seq.

[54] Ausführlich zu diesem Fall siehe *Höpner/Jackson*, Corporate Control, S. 1ff.

erfolgter Übernahme die traditionellen Betriebsteile der *Mannesmann AG* veräußert und nur noch das Mobilfunkgeschäft weitgehend in der alten Form weiterbetrieben.[55]

Die strenge Formalisierung der Angebotsunterlage soll nun den vorstehenden Missständen vorbeugend entgegen wirken, da der Bieter unter anderem seine Identität, seine bisherige Beteiligung an der Zielgesellschaft sowie seine Absichten in Bezug auf die Zielgesellschaft ausführlich offen zu legen hat. Das Ganze hat in deutscher Sprache zu erfolgen, ohne dass es von dieser Anforderung eine Befreiungsmöglichkeit gäbe. Der Gesetzgeber zeigt hiermit deutlich, dass die Angebotsunterlage auch der Information der interessierten Öffentlichkeit dient und damit die Pflichten aus § 11 WpÜG in Hinblick auf die zu machenden Angaben publikumsbezogen sind. Denn wäre sie nur an die Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtet, so wäre nicht einzusehen, warum sie nicht in einer anderen Sprache abgefasst sein dürfte, da der Umstand, dass die Zielgesellschaft ihren Sitz in Deutschland haben muss, nicht zwingend dazu führt, dass auch deren Anteilseigner Deutsche sind. Die Gesetzesbegründung führt insoweit ausdrücklich allerdings lediglich an, dass die Angebotsunterlage den zumeist deutschen Arbeitnehmern der Zielgesellschaft als Informationsbasis dienen soll.[56]

## B. Die Angebotsunterlage als Haftungsanknüpfung

Die Angebotsunterlage[57] ist nach dem Vorgesagten der zentrale Ausgangspunkt eines jeden Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahrens, wenn man einmal von der vorgelagerten Publizitätspflicht[58] im Hinblick auf die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bzw. die Kontrollerlangung an der Zielgesellschaft absieht (§§ 14, 35 Abs. 1 WpÜG).[59] Während nämlich die Entscheidungsveröffentlichung die Möglichkeit offen lässt, von der anschließenden Veröffentlichung des Übernahmeangebots noch abzusehen, indem schlicht die Erstellungs- und Übermittlungsfrist für die Angebotsunterlage überschritten wird mit der Folge einer (zwingenden) Untersagung des Angebots durch die BAFin (§ 15 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG) sowie

---

[55] *Schneider* AG 2002, 125 spricht – nicht ohne polemischen Unterton – von der „Zerschlagung des *Mannesmann*-Konzerns".
[56] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 41.
[57] Der Begriff „Angebotsunterlage" stammt aus dem gescheiterten Richtlinienentwurf (*offer document*). Im Übernahmekodex ist nur von dem Angebot selbst die Rede, nicht von dem zugrunde liegenden Dokument.
[58] So genannte übernahmerechtliche Ad-hoc-Publizität, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 10 Rn. 10ff.
[59] Vgl. *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 11 Rn. 1.

der Verwirkung eines Bußgelds gem. § 60 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG, ist ein – untechnisch gesprochen – Abstandnehmen vom Übernahmeangebot nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage selbst ohne eine irgendwie geartete Mitwirkung Dritter rechtlich nicht mehr möglich.[60] Anders allerdings beim Pflichtangebot, auf dessen notwendige Abgabe die Publizität der Kontrollerlangung keinen Einfluss hat. Auch bei Pflichtangebotsverfahren steht die Angebotsunterlage daher in deren Mittelpunkt.

## I. Formelle Anforderungen an das Vorliegen einer nach § 12 WpÜG haftungsrelevanten Angebotsunterlage

Zunächst setzt eine Haftungsanknüpfung an die Angebotsunterlage voraus, dass es sich bei dieser überhaupt um eine solche im Sinne des WpÜG handelt. Das Gesetz definiert den Terminus „Angebotsunterlage“ zwar nicht, doch ist klar, dass eine Angebotsunterlagenhaftung in erster Linie Angebotsunterlagen betrifft, die innerhalb des im WpÜG vorgesehenen Verfahrens veröffentlicht wurden.[61] Dazu bedarf es der Gestattung der Veröffentlichung durch die BAFin gem. § 14 WpÜG sowie die ordnungsgemäße Einhaltung der gesetzlich vorgesehenen Veröffentlichungswege (Internet und Börsenpflichtblatt bzw. Schalterpublizität, vgl. § 14 Abs. 3 WpÜG). Es stellt sich dann aber unmittelbar die Frage, ob eine Haftung nach § 12 WpÜG auch für Angebotsunterlagen in Betracht zu ziehen ist, deren Verbreitung nicht nach den Verfahrensvorschriften des WpÜG vorgenommen wurde. Hier kann unterschieden werden zwischen rechtswidrig und rechtmäßig außerhalb des WpÜG veröffentlichten Angebotsunterlagen.

### 1. Rechtswidrig veröffentlichte Angebote

Eine Angebotsunterlage kann auf vielen Wegen rechtswidrig veröffentlicht werden. In Betracht kommen insoweit Angebote ohne vorherige Übermittlung der Angebotsunterlage an die BAFin, obgleich eine solche erforderlich gewesen wäre, formell fehlerhafte Veröffentlichungen von Angebotsunterlagen trotz Einhaltung der materiellen Verfahrensvorschriften oder Angebotsunterlagen, deren Veröffentlichung von der BAFin untersagt wurde.

---

[60] Zur rechtlichen Bindungswirkung der Angebotsveröffentlichung vgl. ausführlich unten 1. Teil B.III.1.c), S. 30ff.
[61] Vgl. *Assmann* AG 2002, 153.

### a) Von der BAFin untersagte Angebote

Wird die Veröffentlichung der Angebotsunterlage gem. § 15 Abs. 1 bzw. Abs. 2 WpÜG untersagt, so führt dies gem. § 15 Abs. 3 Satz 2 WpÜG zur Nichtigkeit sämtlicher Rechtsgeschäfte, die „auf Grund" des untersagten Angebots getätigt wurden. Hierunter ist zu verstehen, dass die Annahme eines durch die BAFin untersagten Angebots seitens eines Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft keinen wirksamen Vertragsschluss mit dem Bieter über die Veräußerung der Wertpapiere herbeizuführen vermag. Bei nachträglichen Untersagungen durch die BAFin werden bis zu dem Zeitpunkt wirksame Verträge nachträglich mit *ex-tunc*-Wirkung unwirksam. Dies bedeutet, dass eine Haftungsanknüpfung an trotz Untersagung rechtswidrig veröffentlichte Angebotsunterlagen niemals in Betracht kommt, weil § 12 Abs. 1 WpÜG explizit voraussetzt, dass nur solche Personen einen Haftungsanspruch haben können, die das Angebot (wirksam) angenommen haben.[62]

### b) Fehlerhaft veröffentlichte Angebote ohne Untersagung bzw. mit Gestattung

Wird die Veröffentlichung des Angebots von der BAFin gestattet bzw. nicht untersagt mit der Folge des Eintritts der Gestattungsfiktion nach § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG, werden jedoch die Formalien der Veröffentlichung nicht eingehalten, so behält die fehlerhaft publizierte Angebotsunterlage gleichwohl ihre Qualität als Haftungsanknüpfungspunkt. Denn solange wegen der formell fehlerhaften Veröffentlichung keine Untersagungsverfügung durch die BAFin erlassen wird,[63] bleibt ein Vertragsschluss auf Grund der Angebotsunterlage möglich, so dass insoweit der Tatbestand des § 12 WpÜG erfüllt sein kann. Rein formelle Veröffentlichungsfehler vermögen auch aus anderen Gründen nicht zu rechtfertigen, warum die Angebotsunterlage in solchen Fällen einer Haftung nach § 12 WpÜG entzogen sein sollte.[64]

### c) Rechtswidrige Angebote außerhalb des WpÜG ohne Untersagung

In Ausnahmefällen ist es denkbar, dass ein Bieter ein Wertpapiererwerbs- bzw. Übernahmeangebot an die Wertpapierinhaber einer Zielgesellschaft abgibt, ohne überhaupt

[62] Ausführlich zu dieser Tatbestandsvoraussetzung siehe unten 2. Teil C.II.1, S. 145ff.
[63] Anders als für Untersagungen nach § 15 Abs. 1 WpÜG ist der BAFin bei der Untersagung von formell fehlerhaft veröffentlichten Angebotsunterlagen gem. § 15 Abs. 2 WpÜG Ermessen eingeräumt.
[64] Wie hier *Assmann* AG 2002, 153.

die Vorschriften des WpÜG zu beachten. Dies kann bspw. geschehen, wenn fälschlich angenommen wird, der sachliche Anwendungsbereich des Gesetzes sei für die gegebene Konstellation nicht eröffnet. In solchen Fällen ist die BAFin gem. § 15 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG verpflichtet, das Angebot zu untersagen, so dass es wegen der Nichtigkeitsfolge in Bezug auf ggf. schon abgeschlossene Einzelverträge aus § 15 Abs. 3 Satz 2 WpÜG nicht zu einer Haftungsanknüpfung kommen kann.

Unterlässt die BAFin hingegen den Erlass einer Untersagungsverfügung jedoch aus irgendwelchen Gründen, so tritt keine Nichtigkeitsfolge ein. *Assmann* scheint in solchen Fällen eine Haftungsanknüpfung abzulehnen, weil die seiner Ansicht nach in der Privilegierung der Haftungsverpflichteten liegenden Vorteile des § 12 WpÜG nicht denjenigen zugute kommen sollen, die sich unberechtigt bewusst außerhalb des WpÜG bewegen.[65] Dem liegt die Erwägung zu Grunde, dass bei Nichteingreifen der Angebotsunterlagenhaftung die schärfere allgemeine bürgerlich-rechtliche Haftung den die Angebotsunterlage rechtswidrig Verbreitenden treffen würde. Dies mag für Verkaufsprospekte richtig sein; eine Haftung für fehlerhafte Kauf- bzw. Erwerbsangebote ist von den Gerichten bislang jedoch noch nicht entwickelt worden.[66] Mit anderen Worten: Würde man bei rechtswidrig veröffentlichten Angeboten eine Haftung aus § 12 WpÜG – ggf. analog – ablehnen, so würden die annehmenden Wertpapierinhaber das Risiko einer unsicheren Rechtslage in Kauf nehmen müssen, da nicht absehbar ist, ob die Gerichte in Anbetracht einer bereits existierenden speziellen Regelung parallel dazu eine gewohnheitsrechtliche Haftung für fehlerhafte Erwerbsprospekte entwickeln werden. Daher erscheint es richtig, § 12 WpÜG analog auf solche Angebotsunterlagen anzuwenden, die unter Missachtung der Vorschriften des WpÜG bzw. außerhalb des dort vorgesehenen Verfahrens veröffentlicht wurden. Da es noch keine gewohnheitsrechtliche Angebotsunterlagenhaftung gibt und die ein rechtswidriges Angebot annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft nicht schlechter gestellt werden sollten als andere, kann eine entsprechende Gesetzeslücke bejaht werden.

---

[65] Vgl. *Assmann* AG 2002, 153, 153f.

[66] Im Übrigen ist es sehr zweifelhaft, ob § 12 WpÜG als (reine) Privilegierung der Haftungsverpflichteten angesehen werden kann, siehe dazu unten 1. Teil A.III.2, S. 104f.

### 2. Rechtmäßig veröffentlichte Angebote außerhalb des WpÜG

Öffentliche Angebote auf den Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft können außerhalb des im WpÜG vorgesehenen Verfahrens in rechtmäßiger Weise veröffentlicht werden, wenn der sachliche Anwendungsbereich des Gesetzes nicht eröffnet ist. Zu denken ist hier etwa an Angebote auf nicht an einem organisierten Markt innerhalb der EU gehandelten Aktien einer Aktiengesellschaft, die öffentlich erfolgen, weil der Aktienbesitz weit gestreut ist. Dies betrifft bspw. Zielgesellschaften, deren Aktien ausschließlich im Freiverkehr oder an Börsen außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums gehandelt werden. Wegen § 1 i.V.m. § 2 Abs. 7 WpÜG finden auf solche Angebote die gesamten Vorschriften des WpÜG keine Anwendung.[67] Dies gilt auch für die Angebotsunterlagenhaftung aus § 12 WpÜG. Für eine analoge Anwendung dieser Vorschrift bleibt kein Raum, da in den skizzierten Fällen die Beeinträchtigung des vornehmlich durch den Handel der Wertpapiere an einem organisierten Markt unter einer irgendwie gearteten staatlichen Aufsicht verkörperten und dadurch schützenswerten Kapitalmarkts nicht gegeben ist. Dementsprechend kommen Angebotsunterlagen, die in diesen Konstellationen veröffentlicht werden, nicht als Haftungsanknüpfung für die spezialgesetzliche Angebotsunterlagenhaftung in Betracht. Denkbar ist für die Zukunft allerdings eine ähnlich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung sich entwickelnde gewohnheitsrechtliche Haftung.

## II. Materielle Anforderungen an das Vorliegen einer nach § 12 WpÜG haftungsrelevanten Angebotsunterlage

Nicht jedes in dem Zusammenhang mit dem geplanten bzw. durchzuführenden Angebot veröffentlichte Dokument kann als haftungsrelevant angesehen werden. So kommt bspw. angebotsbegleitenden Werbungen für eine öffentliche Übernahme, wie sie im Rahmen der *Mannesmann*-Übernahme durch *Vodafone plc.* bekannt geworden sind, keine Bedeutung bei Fragen einer Haftung nach § 12 WpÜG zu.[68] Solche Werbedokumente sind daher auch nicht als Bestandteil einer Angebotsunterlage anzusehen, so dass die so verbreiteten Informationen

---

[67] Sehr wohl aber findet das WpÜG Anwendung auf Wertpapiere, die am Neuen Markt oder anderen Themenmärkten gehandelt werden, vgl. Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 35; *Schüppen* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 1 Rn. 16; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 1 Rn. 30 und § 2 Rn. 25; a.A. *Angerer* in Geibel/Süßmann WpÜG § 1 Rn. 56ff.

[68] Wie hier *Assmann* AG 2002, 153.

oder Anpreisungen hinsichtlich des Angebots grundsätzlich nicht zu einer Haftung für deren Fehlerhaftigkeit führt. Da aber auch die Angebotsunterlage selbst werbende Angaben enthalten kann und regelmäßig auch wird,[69] um das Angebot attraktiv darzustellen, ist eine Abgrenzung erforderlich: Dabei kann allerdings nicht darauf abgestellt werden, ob das in Frage stehende Dokument sämtliche Angaben nach § 11 WpÜG enthält, weil anderenfalls eine Haftung aus § 12 WpÜG für unvollständige Angebotsunterlagen wenig Sinn ergäbe. Haftungsrelevante Angebotsunterlage ist vielmehr das unmittelbar das bürgerlich-rechtlich verbindliche Vertragsangebot beinhaltende,[70] ggf. elektronische Dokument. Es ist allerdings nicht notwendig, dass sämtliche haftungsrelevanten Angaben in einem Dokument zusammengefasst vorliegen. Vielmehr genügt es, wenn von dem zentralen, das verbindliche Angebot enthaltenen Dokument ein Querverweis auf andere Unterlagen ausgeht. Da die Angebotsunterlage im Internet bekannt gemacht werden muss, zählen z.B. sämtliche Internetseiten zur Angebotsunterlage im materiellen Sinne, die per Hyperlink von eigentlichen Angebot aus unmittelbar erreichbar sind.

## III. Rechtliche Funktionen der Angebotsunterlage

Neben dem allgemeinen Informationszweck zu Gunsten der (Bereichs-)Öffentlichkeit erfüllt die Angebotsunterlage vornehmlich den Zweck, dem Bieter gewissermaßen als juristisches Werkzeug die Durchführung seines Übernahme- oder Pflichtangebots in concreto zu ermöglichen. Von ihrer Rechtsnatur her kommt der Angebotsunterlage dabei stets eine Doppelfunktion, in manchen Fällen sogar eine Dreifachfunktion zu: Sie ist zugleich Vertragsangebot, Erwerbsprospekt und, sofern Wertpapiere zum Tausch angeboten werden sollen, Veräußerungsprospekt. Abhängig von ihrer jeweiligen Funktion kann eine darauf bezogene Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage unterschiedliche Auswirkungen hinsichtlich einer möglichen Haftung des Bieters und weiterer verantwortlicher Personen nach § 12 WpÜG nach sich ziehen.

---

[69] Der Werbezweck der Angebotsunterlage wird besonders bei deren Charakterisierung als Prospekt im rechtlichen Sinne relevant, vgl. dazu unten 1. Teil B.III.2.a), S. 38ff.
[70] Vgl. zur Vertragsangebotsfunktion der Angebotsunterlage gleich 1. Teil B.III.1, S. 28ff.

## 1. Die Angebotsunterlage als Vertragsangebot im Sinne des § 145 BGB

Zunächst stellt die Angebotsunterlage nach der Systematik des WpÜG das Angebot im engeren Sinne dar. Hierunter ist zu verstehen, dass sie einen bindenden Antrag im Sinne des § 145 BGB auf den Abschluss eines Aktienerwerbsvertrags, gerichtet an den jeweiligen Aktionär der Zielgesellschaft, enthält.[71] Die Angebotsunterlage ist damit das formalisierte juristische Mittel, mit dem der Bieter[72] seinen rechtsgeschäftlichen Willen zum Ausdruck bringt. Im Gegensatz hierzu ist das Übernahme- bzw. Pflichtangebot selbst als Angebot im weiteren Sinne anzusehen, das durch eine Bündelung von Einzelverträgen in letzter Konsequenz den Erwerb einzelner Aktien nur notwendig durchlaufen muss, um den originär geplanten bzw. erzwungenen Erwerb des Unternehmens – also der Zielgesellschaft – an sich zu realisieren (Angebotsdichotomie).

### *a) Angebotsdichotomie*

Diese „Dichotomie“ genannte Eigenschaft dieser Angebotsart unterscheidet sie wesentlich von den übrigen beiden Angebotsarten (einfaches Wertpapiererwerbsangebot und Pflichtangebot[73]). Das Übernahmeangebot ist nämlich stets doppelt gerichtet, einmal auf den einzelnen Aktienerwerb, zum anderen auf den Kontrollerwerb. Demgegenüber lässt sich eine vergleichbare doppelte Gerichtetheit bei den anderen beiden Angebotsarten nur ausnahmsweise feststellen: Das einfache Wertpapiererwerbsangebot kann zusätzlich auf die Erlangung einer Sperrminorität als qualitative Abschwächung der Kontrolle gerichtet sein. Das Pflichtangebot wiederum kann (indirekt) zusätzlich auf den Erwerb einer satzungsändernden Mehrheit und damit auf eine qualitative Verstärkung der Kontrolle gerichtet sein. Indirekt deshalb, weil der Erwerb der satzungsändernden Mehrheit bzw. einer 95-prozentigen Mehrheit wegen der umfassenden Bedingungsfeindlichkeit des Pflichtangebots[74] nicht als Wirksamkeitsvorbehalt ausgestaltet sein kann.

---

[71] Vgl. *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 2; *Hamann* ZIP 2001, 2249.
[72] Zu den Einzelheiten des Bieterbegriffs vgl. die Ausführungen unten 1. Teil C.I.2.c)aa), S. 138.
[73] Zu der Abgrenzung der Angebotsarten siehe oben Einleitung A, S. 2
[74] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 18 Rn. 5; vgl. auch unten, Fn. 80.

### b) *Das strukturelle Ungleichgewicht zwischen Bieter und Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft*

Auf einzelvertraglicher Ebene besteht bei Übernahmeangeboten regelmäßig ein strukturelles Ungleichgewicht: Auf der einen Seite steht der Bieter als finanzkräftiger Investor, der die Konditionen des Angebots dem Aktionär der Zielgesellschaft auf der anderen Seite mehr oder weniger diktieren kann. Gleichzeitig verfügt er in vielen Fällen entweder auf Grund einer bereits bestehenden erheblichen Beteiligung an der Zielgesellschaft oder auf Grund einer zuvor durchgeführten *due diligence* über einen Wissensvorsprung im Hinblick auf die Werthaltigkeit der zu erwerbenden Wertpapiere. Dieser Wissensvorsprung verstärkt sich in den Konstellationen eines Pflichtangebots, weil der Bieter wegen des Innehabens einer Kontrollstellung über maßgebliche Informationen verfügen wird. Das strukturelle Ungleichgewicht auf Grund überlegenen Wissens besteht auch im Hinblick auf die Beurteilung der Erfolgsaussichten des Angebots. Denn insoweit verfügt der Bieter als Erwerber der Aktien gewissermaßen aus erster Hand über die Kenntnis der Zahl der annahmewilligen Aktionäre, bzw. derjenigen Aktionäre, die das Angebot bereits angenommen haben. Die Erfolgschancen des Angebots sind aber ein wesentliches Kriterium bei der vom Aktionär zu treffenden Desinvestitionsentscheidung.[75]

Das skizzierte strukturelle Ungleichgewicht, das gewissermaßen von der Metaebene Übernahmeangebot als Angebot im weiteren Sinne auf der einzelvertraglichen Ebene abgebildet wird, hat der Gesetzgeber durch Modifizierungen der vertragsrechtlichen Grundsätze, in erster Linie durch eine einseitige Beschränkung der Vertragsautonomie zu Lasten des Bieters, auszugleichen versucht. Aus diesem Grunde finden sich im WpÜG in §§ 11 bis 19, 21 und 22, aber auch in §§ 31, 32 Regelungen, die man als materielles Vertragsrecht charakterisieren kann, ohne dass dabei außer Acht gelassen werden darf, dass die Einhaltung dieser Regelungen von der BAFin im Rahmen seiner Evidenzkontrolle gem. § 15 WpÜG überwacht wird. Den kontraktualrechtlichen Vorschriften kommt damit also auch aufsichtsrechtlicher Charakter zu. Die Schnittstelle bildet dabei § 15 Abs. 3 Satz 2 WpÜG, der die Nichtigkeit von Verträgen anordnet, die auf Grund einer untersagten Angebotsunterlage geschlossen wurden.

[75] Vgl. oben Einleitung A.I.2, S. 4.

### c) Rechtliche Bindungswirkung

Eines der wichtigsten vom Gesetzgeber im WpÜG implementierten vertragsrechtlichen Prinzipien ist der Grundsatz, dass der Bieter an sein einmal abgegebenes Übernahme- oder Pflichtangebot gebunden sein soll.[76] Hierdurch wird zum einen dafür gesorgt, dass niemand solche Angebote „auf´s Geratewohl" abgibt, um auf diese Art z.B. die Marktsituation zu evaluieren oder auch nur, um die Zielgesellschaft für einen gewissen Zeitraum weitgehend handlungsunfähig zu machen. Die Bindungswirkung dient insoweit also dem Schutz der Zielgesellschaft. Zum anderen haben die Aktionäre weitgehend Sicherheit, dass sie ihre Aktien an den Bieter auch tatsächlich veräußern können. Spiegelbildlich zu der aus der Sicht des Bieters bestehenden Bindungswirkung ließe sich aus der Sicht der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft von einem ihnen eingeräumten Optionsrecht sprechen. Dabei handelt es sich um eine *Put*-Option, die ihnen ermöglicht, ihre Wertpapiere innerhalb der Angebotsfrist zu einer fixen Gegenleistung abzustoßen.

Da es juristisch unterschiedliche Möglichkeiten gibt, Verträge, bzw. auf deren Abschluss gerichtete Willenserklärungen so zu formulieren, dass die endgültige Wirksamkeit des Geschäfts noch in den Händen des Bieters bliebe, musste der Gesetzgeber auf einzelvertragsrechtlicher Ebene Regelungen schaffen, die diese Möglichkeiten eingrenzen.

#### *aa) Verbot der invitatio ad offerendum*

§ 17 WpÜG versperrt dem Bieter den Weg, sein öffentliches Angebot als öffentliche Aufforderung zur Abgabe von Aktienveräußerungsangeboten seitens der Aktionäre der Zielgesellschaft auszugestalten. Die genannte Vorschrift enthält ein Verbot eines entsprechenden Vorgehens (Verbot der *invitatio ad offerendum*).[77] Ein Verstoß hiergegen hätte als offensichtlicher Gesetzesverstoß zwingend eine Untersagung des Angebots gem. § 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG durch die BAFin zur Folge.[78] Das WpÜG enthält damit eine wesentliche Neuerung gegenüber

[76] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 47; *Thoma* NZG 2002, 105, 107. Kritisch *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 18 Rn. 4.
[77] Vgl. nur *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 17 Rn. 1.
[78] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 17 Rn. 2.

dem Übernahmekodex, der ein Vorgehen im Wege der *invitatio ad offerendum* ohne weiteres zuließ (Art. 7 Nr. 7 ÜK).[79]

Hieraus folgt, dass der Bieter bei Abgabe seines Angebots bzw. bei Veröffentlichung mit Rechtsbindungswillen handeln muss. Ist auf Grund der Ausgestaltung der Angebotsunterlage zweifelhaft, ob ein solcher Rechtsbindungswille gegeben ist, so spricht bereits die Existenz des § 17 WpÜG für dessen Vorliegen, da grundsätzlich nicht davon ausgegangen werden kann, dass der Bieter ein gesetzeswidriges Angebot abgeben will. Eine solche vermutungsähnliche Annahme ist gerechtfertigt, da das Vorliegen eines Rechtsbindungswillens und damit das einer Willenserklärung im Rechtssinne aus der Sicht eines objektiven Empfängers heraus zu beurteilen ist (objektiver Empfängerhorizont).

Das Verbot der *invitatio ad offerendum* führt also dazu, dass es dem Bieter nicht möglich ist, durch eine entsprechende Offerte im Markt zunächst vorzufühlen, welche Resonanz denn zu erwarten ist, um dann in Kenntnis der realisierbaren Beteiligungshöhe nachträglich die endgültige Entscheidung über die Wirksamkeit des Übernahmeangebots durch Annahme der von den einzelnen Aktionären ausgehenden Vertragsangebote zu treffen.

*bb) Verbot von Potestativbedingungen*

Die rechtliche Wirkung einer *invitatio ad offerendum* – nämlich eine Art Letztzustimmungsvorbehalt des Bieters zur endgültigen Wirksamkeit des Angebots in Kenntnis der Angebotsakzeptanz – lässt sich kautelarjuristisch aber auch auf anderem Wege herbeiführen. Hierzu eignen sich vor allem Bedingungen im Sinne der §§ 158ff. BGB. Davon zu unterscheiden sind die Vertragsbedingungen, also die einzelnen Konditionen, die den Vertragsinhalt beschreiben, aber nicht dessen Wirksamkeit suspendieren. Wird ein Rechtsgeschäft – also sowohl die Willenserklärung als auch der Vertrag als solcher – unter einer (aufschiebenden oder auflösenden) Bedingung abgeschlossen bzw. abgegeben, deren Eintritt eine Partei ausschließlich selbst herbeiführen kann, so spricht man von Potestativbedingungen.

---

[79] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 17 Rn. 6 weist darauf hin, dass bereits zur Geltung des Übernahmekodexes die öffentlichen Angebote regelmäßig nicht als *invitationes ad offerendum* ausgestaltet wurden.

§ 18 Abs. 1 Satz 1 WpÜG enthält ein entsprechendes Verbot solcher Potestativbedingungen, das für sämtliche Angebotsarten gilt.[80] Unzulässig sind danach aber nicht nur Bedingungen, deren Eintritt der Bieter ausschließlich selbst herbeiführen kann, sondern auch solche Bedingungen, deren Eintritt mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen sowie deren Tochterunternehmen jeweils ausschließlich oder auch gemeinsam miteinander selbst herbeiführen können. Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen sind dabei gem. § 2 Abs. 5 Satz 1 WpÜG solche, die ihr Verhalten im Hinblick auf den Erwerb oder die Ausübung von Stimmrechten mit diesem abstimmen. Unerheblich ist, ob die Abstimmung auf einer Vereinbarung beruht oder durch so genanntes abgestimmtes Parallelverhalten gegeben ist. Erfasst sind damit vor allem das *acting in concert* oder etwa Stimmrechtspoolvereinbarungen. Das Gesetz sieht Tochterunternehmen des Bieters (§ 2 Abs. 6 WpÜG) als stets mit diesem gemeinsam handelnd an (§ 2 Abs. 5 Satz 2 WpÜG). Entsprechendes gilt im speziellen Zusammenhang des § 18 Abs. 1 WpÜG ausdrücklich für Personen, die den Bieter oder die übrigen genannten Personengruppen im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot beraten (z.B. Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Investmentbanken), obgleich es sich bei diesen ansonsten nicht um mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen handelt.[81] Die einzige zulässige Potestativbedingung ist ein Zustimmungsvorbehalt der Gesellschafterversammlung des Bieters, wenn es sich bei diesem um eine Kapital- oder Personengesellschaft handelt. Dies ergibt sich mittelbar aus der Gesetzesformulierung („vorbehaltlich § 25“), weil besagter § 25 WpÜG die Herbeiführung des Zustimmungsbeschlusses bis fünf Werktage vor Ablauf der Annahmefrist vorsieht.[82]

Neben den Potestativbedingungen sind auch so genannte Wollens- oder Voluntativbedingungen unzulässig, bei denen es sich nach richtiger Auffassung ohnehin um einen Unterfall der Potestativbedingungen handelt.[83] Voluntativbedingungen sind dadurch gekennzeichnet, dass es sich bei dem Ereignis, von dessen Eintritt die Wirksamkeit des Rechtsgeschäfts

---

[80] Für Übernahmeangebote gilt es wegen des Verweises auf § 18 Abs. 1 Satz 1 WpÜG in § 34 WpÜG. Für Pflichtangebote gilt es indes wegen derer allgemeiner Bedingungsfeindlichkeit, die jedoch im Gesetz keinen ausdrücklichen Niederschlag gefunden hat, sich aber aus der Gesamtsystematik sowie Sinn und Zweck ergibt, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 48, § 39 Rn. 7.

[81] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 2 Rn. 14.

[82] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 18 Rn. 7. Auf die Wirksamkeit oder Bestandskraft des Zustimmungsbeschlusses kommt es im Außenverhältnis zu den annehmenden Aktionären der Zielgesellschaft bei der Frage des Bedingungseintritts nicht an, Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 51; *Racky* in Geibel/Süßmann WpÜG § 25 Rn. 13; zu den Rechtsfolgen bei erfolgreicher Anfechtung siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 25 Rn. 7f.

[83] Eine sachliche Unterscheidung ist aus juristischer Sicht jedenfalls nicht geboten, da beide Bedingungstypen sowohl von §§ 158ff. BGB als auch von § 18 Abs. 1 Satz 1 WpÜG erfasst werden.

abhängig gemacht werden soll, um die Willensbekundung einer Partei handelt, das Rechtsgeschäft solle nunmehr zur Geltung gelangen.[84] Auch hier ist der Bedingungseintritt ausschließlich in den Einflussbereich einer der Vertragsparteien gestellt.

*cc) Verbot von Rücktritts- und Widerrufsvorbehalten*

Das Verbot der Potestativbedingungen wird durch das Verbot von Rücktritts- und Widerrufsvorbehalten gem. § 18 Abs. 2 WpÜG ergänzt. Rücktritt und Widerruf unterscheiden sich in erster Linie hinsichtlich ihrer tatbestandlichen Anknüpfungspunkte und hinsichtlich ihrer Rechtsfolgen. Ein Rücktritt wird vom Vertrag als solchen erklärt, während der Widerruf die rechtlichen Wirkungen der Willenserklärung der widerrufenden Partei nachträglich aufhebt. Die Rückabwicklung eines bereits vollzogenen Vertrags beim Rücktritt richtet sich nach den speziellen Regeln der §§ 346ff. BGB und, beim Widerruf nach Bereicherungsrecht.

Dogmatisch lassen sich sowohl der Rücktritt als auch der Widerruf als bedingte Rechtsgeschäfte konstruieren. Die Ausübung des Rücktritts- oder Widerrufsrechts stellt dann den Eintritt einer auflösenden Bedingung dar. Stets handelt es sich um Potestativ- bzw. Voluntativbedingungen, auch wenn das zugrunde liegende Ereignis eine rechtsgeschäftliche und damit normative Handlung ist, nämlich die Erklärung des Rücktritts oder des Widerrufs als Willenserklärung. Demzufolge würden Rücktritts- und Widerrufsvorbehalte bereits von dem Verbot des § 18 Abs. 1 WpÜG erfasst, selbst wenn die §§ 158ff. BGB keine Anwendung fänden. § 18 Abs. 2 WpÜG kommt daher in erster Linie klarstellende Wirkung zu.[85]

*dd) Zeitpunkt des Entstehens der Bindungswirkung*

Die rechtliche Bindung des Bieters an sein Angebot beginnt nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen ab dem Moment, in dem der in der Angebotsunterlage verkörperte Antrag auf Abschluss eines Aktientausch- oder -kaufvertrags dem potenziellen Vertragspartner zugeht. Denn erst mit ihrem Zugang wird die dem Vertragsschluss zugrunde liegende Willenserklärung wirksam. Wie gleich noch zu zeigen sein wird, ist für die rechtliche Bindung daher der

[84] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 18 Rn. 7.
[85] Ähnlich *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 18 Rn. 14f.

Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (§ 14 Abs. 2 Satz 1, Abs. 3 WpÜG) maßgeblich.[86]

Nach dem WpÜG ist hinsichtlich der Angebotsbindung aber eine Besonderheit zu beachten: So ist der Bieter gem. § 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG explizit dazu verpflichtet, spätestens nach vier (in besonderen Fällen max. nach acht) Wochen nach der vorgelagerten Entscheidungsveröffentlichung gem. § 10 WpÜG das Angebot an die BAFin zu übermitteln und anschließend zu veröffentlichen. Handelt er dieser Pflicht zuwider, so begeht er eine Ordnungswidrigkeit (§ 60 Abs. 1 Nr. 2 lit. a WpÜG). Diese Umstände rechtfertigen es, von der Annahme auszugehen, dass die Angebotsbindung faktisch bereits zum Zeitpunkt der Entscheidungsveröffentlichung in den Bahnen des § 10 WpÜG beginnt. Aus eigener Kraft und ohne ordnungswidrig zu handeln kann der Bieter diese Bindung nur durchbrechen, indem er der BAFin eine Angebotsunterlage übermittelt, deren Veröffentlichung die Bundesanstalt – etwa wegen offensichtlicher Gesetzeswidrigkeit – gem. § 15 Abs. 1 WpÜG untersagen muss. Allerdings stellt sich auch in diesem Zusammenhang die Frage, ob der Bieter bei vorsätzlicher Übermittlung einer zu untersagenden Angebotsunterlage nicht ordnungswidrig handelt. Gemäß § 60 Abs. 1 Nr. 2 lit. a) WpÜG dürfte dies trotz des insoweit missverständlichen Wortlauts („Ordnungswidrig handelt, wer vorsätzlich oder leichtfertig [...] entgegen § 14 Abs. 1 Satz 1 [...] eine [...] Übermittlung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt.“) wohl nicht der Fall sein, da sich die Norm auf formelle und nicht materielle Fehler der Übermittlung der Angebotsunterlage bezieht. Soweit ersichtlich, ist diese Frage in der Literatur bislang unerörtert. Jedenfalls aber führt eine Untersagung zum Lauf eines Sperrjahrs, während dessen der Bieter ohne Zustimmung der Zielgesellschaft und der BAFin kein erneutes Angebot abgeben kann (§ 26 WpÜG). Nach der Gesetzeskonzeption beginnt also eine faktische Bindung des Bieters an sein Angebot mit Veröffentlichung der Entscheidung gem. § 10 WpÜG (bzw. bei Pflichtangeboten der Kontrollerlangung gem. §§ 35 Abs. 1, 10 Abs. 2 und 3 WpÜG), die dann mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage zu einer rechtlichen Bindung heranwächst.

[86] Zu den Besonderheiten des Angebotszugangs nach dem WpÜG siehe unten 1. Teil B.III.1.d), S. 35ff.

### d) Besonderheiten des Zugangs der Angebotserklärung nach dem WpÜG

Das WpÜG enthält keine expliziten Regelungen zu der Frage, wann genau das Angebot des Bieters den einzelnen Aktionären der Zielgesellschaft zugeht. In der Gesetzesbegründung findet sich lediglich der juristisch in eine andere Richtung zielende Hinweis, dass mit der Veröffentlichung die Abgabe des Angebots erfolge.[87] Im Zusammenhang mit dem gesetzgeberischen Postulat der möglichst umfassenden rechtlichen Angebotsbindung lässt sich dem Hinweis aber die Auffassung entnehmen, der Zugang der Angebotserklärung und damit der Beginn der rechtlichen Angebotsbindung falle zusammen mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage.

Nach allgemeinen Grundsätzen geht eine Willenserklärung dem abwesenden Angebotsempfänger in dem Augenblick zu, in dem nach einem gewöhnlichen Geschehensablauf mit der Möglichkeit der Kenntnisnahme gerechnet werden kann, während es auf die tatsächliche Kenntnisnahme nicht ankommt.[88] Der Zugangszeitpunkt ist daher objektiv zu ermitteln, wobei subjektive Elemente insofern zu berücksichtigen sind, als die gewöhnlichen Geschehensabläufe typisiert in Abhängigkeit von der Funktion des Erklärungsempfängers im Geschäftsleben zu ermitteln sind. So geht einer Privatperson eine Erklärung unter Umständen zu einem anderen Zeitpunkt zu als einem Gewerbetreibenden oder einer juristischen Person, weil sich die individuellen Anforderungen an die Herstellung der eigenen Erreichbarkeit ändern.

Zwar richten sich Angebote nach dem WpÜG in ihrer Funktion als Vertragsangebote an die Aktionäre der Zielgesellschaft und damit einem bestimmbaren Personenkreis. Sofern die Zielgesellschaft aber nicht ausschließlich Namensaktien ausgegeben hat, dürfte es in der Praxis wegen der für die Börsenfähigkeit der betreffenden Aktien unabdingbaren Streuung in den meisten Fällen unmöglich sein, die Angebotsempfänger individuell zu bestimmen. Hinzu kommt, dass während der Annahmefrist weiter mit den Aktien gehandelt wird, so dass es – auch bei ausgegebenen Namensaktien – zu einer permanenten Fluktuation innerhalb des ange-

[87] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44. Die Abgabe einer empfangsbedürftigen Willenserklärung ist gegeben, wenn die Erklärung mit Willen des Erklärenden in den Verkehr gebracht wird, BGHZ 65, 14.
[88] Vgl. nur *Heinrichs* in Palandt § 130 Rn. 5 m.w.N.

sprochenen Personenkreises kommt. Aus diesen Gründen lässt sich die Angebotserklärung des Bieters als ein Vertragsangebot *ad incertas personas* bezeichnen.[89]

Wegen der Inhomogenität der Gruppe der Erklärungsempfänger müsste es nach den allgemeinen Grundsätzen daher zu unterschiedlichen Zugangszeitpunkten kommen. Da die Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch Bekanntgabe im Internet sowie Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt erfolgen muss, wäre prinzipiell für jeden Aktionär der Zielgesellschaft, sei er Privatanleger oder institutioneller Anleger oder Großaktionär, der Zugang typisiert getrennt zu ermitteln.

Um den fehlenden Gleichlauf der Zugangszeitpunkte zu vermeiden, bietet es sich an, in § 14 WpÜG eine Modifikation der Auslegung des § 130 Abs. 1 Satz 1 BGB zu sehen,[90] so dass davon ausgegangen werden könnte, dass mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage in den vorgesehenen Bahnen die darin liegende Willenserklärung sämtlichen (auch potenziellen) Angebotsempfängern zugegangen ist. Rechtstechnisch lässt sich insoweit von einer unwiderleglichen Vermutung des Zugangs mit Angebotsveröffentlichung sprechen.[91] Diese rechtliche Konstruktion bietet den Vorteil einer Harmonisierung des streng formalisierten übernahmerechtlichen Angebotsverfahrens mit einzelvertraglichen Regelungen.

#### *e) Angebotsannahme*

Nach allgemeinen Grundsätzen kommt ein Vertrag nur dann zustande, wenn das Vertragsangebot angenommen wird. Die Aktionäre müssen also gegenüber dem Bieter die Angebotsannahme erklären. In ihrer Erklärung muss zum Ausdruck kommen, für wie viele Aktien sie das Angebot des Bieters annehmen. Fehlt es an einer entsprechenden Angabe, so kann davon ausgegangen werden, dass sie sämtliche ihrer Wertpapiere veräußern wollen.

Ebenso wie das Angebot muss auch die Annahme als rechtsgeschäftliche Willenserklärung dem Bieter zugehen. In der Praxis wird der Aktionär seine depotführende Bank mit der

---

[89] Aus der Sicht des Bieters ist das Angebot ohnehin sinnvoller Weise *ad incertas personas* abzugeben, damit auch diejenigen erreicht werden können, die zum Zeitpunkt der Abgabe noch keine Aktien der Zielgesellschaft halten, aber solche während der Annahmefrist erwerben.
[90] § 130 Abs. 1 Satz 1 BGB selbst enthält keine nähere Festlegung des Zugangsmerkmals.
[91] Nach *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 14 Rn. 33 wird der Zugang durch die Angebotsveröffentlichung ersetzt.

Veräußerung der Aktien an den Bieter beauftragen, während auf Seiten des Bieters ebenfalls eine Bank übernahmebegleitend tätig wird (zumeist eine so genannte *clearing bank*). Dem Bieter bleibt insgesamt viel Spielraum, wie er das Zustandekommen des Vertrags, das oftmals schon mit der ersten Handlung zur Vertragsdurchführung – etwa der Übereignung der Aktien – zusammenfallen wird, ausgestaltet. Er muss daher in die Angebotsunterlage die Angabe aufnehmen, welche Maßnahmen die Aktionäre zu ergreifen haben, um die Annahme zu erklären (§ 11 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 4 WpÜAngVO). Zusätzlich muss er nur darauf achten, dass er ausreichend über den Stand des Verfahrens informiert ist, damit er seinen Veröffentlichungspflichten während des Angebotsverfahrens umfassend nachkommen kann (§ 23 WpÜG, so genannte Wasserstandsmeldungen[92]).

#### *f) Vertragsdurchführung*

Ebenso wenig wie in Hinblick auf Fragen des Zugangs der Annahmeerklärungen der Aktionäre, enthält das WpÜG spezielle Regelungen zur Vertragsdurchführung. Da heutzutage Aktien kaum noch von den einzelnen Aktionären aufbewahrt werden, sondern sich weitgehend in Girosammelverwahrung befinden, ist die Erfüllung des Vertrags durch den Aktionär letztlich ein buchungstechnischer Vorgang zwischen den beteiligten Banken. Auch zu Fragen der Vertragsdurchführung muss der Bieter umfassende Angaben in die Angebotsunterlage gem. §11 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 4 WpÜAngVO aufnehmen.

### 2. Die Angebotsunterlage als Erwerbsprospekt

Äußerst bedeutsam für Fragen einer Haftung nach § 12 WpÜG ist die Angebotsunterlage in ihrer Funktion als Erwerbsprospekt.[93] Während nämlich die Beschreibung ihrer Funktion als bindendes Vertragsangebot in erster Linie der Abgrenzung von Primäransprüchen annehmender Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft auf Vertragserfüllung zu Sekundäransprüchen auf Schadensersatz und damit formellen Zwecken dient, ist ihre Charakterisierung als Erwerbsprospekt notwendig, um später den materiellen Anknüpfungspunkt für eine solche Schadensersatzhaftung darstellen zu können.

---

[92] Ausführlich hierzu *Witt* NZG 2000, 809.
[93] Der Begriff Erwerbsprospekt findet sich erstmalig bei *Hamann* ZIP 2001, 2249.

### a) Begriff

Mit der Angebotsunterlage offenbart der Bieter seine Erwerbsabsichten in Bezug auf Aktien der Zielgesellschaft und damit mittelbar in Bezug auf die Zielgesellschaft selbst. Gemäß § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO hat er dazu umfangreiche Angaben zu machen.[94] Diese dienen unter anderem dazu, sein Konzept darzustellen, das er mit der Übernahme der Wertpapiere verfolgt (Informationszweck). Hier hat er ein Interesse, die Angebotsunterlage derart auszugestalten, dass möglichst so viele Aktionäre das Angebot annehmen, dass die Übernahme erfolgreich realisiert werden kann (Werbezweck). Ist die Übernahme anders als durch ein Übernahmeangebot bereits vorausgegangen und befindet sich der Bieter in der Pflichtangebotsphase, so ist zwar das Angebot nicht mehr auf die Übernahme gerichtet, doch muss der Bieter auch hier den angesprochenen Aktionären seine weiteren Pläne offenbaren, um ihnen eine fundierte Entscheidungsgrundlage an die Hand zu geben.

Diese beiden mit der Angebotsunterlage verfolgten Hauptzwecke rechtfertigen es, ihr in dieser Hinsicht Prospektfunktion zuzuschreiben.[95] Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Prospektbegriff in der wissenschaftlichen Diskussion weitgehend konturenlos geblieben ist, soweit es um seine dogmatische Einordnung als allgemeinen Rechtsbegriff geht.[96] Das Vorliegen eines Prospekts wird demgegenüber zumeist im funktionalen Zusammenhang mit Aufsichtsfragen oder mit Haftungsfragen und dann in seiner konkreten Ausgestaltung als Börsenzulassungsprospekt, als Verkaufsprospekt oder als Unternehmensbericht erörtert.[97] Dies ist insofern konsequent, als eine Charakterisierung einer Broschüre, einer Unterlage oder eines vergleichbaren Dokuments als Prospekt im Rechtssinne für sich noch keine rechtlichen Folgen nach sich zieht. Mit anderen Worten: Die Herausbildung eines allgemeinen juristischen Prospektbegriffs hat keinen wissenschaftlichen Erkenntniswert. Der Prospektcharakter haftet

---

[94] Zu Einzelheiten der Differenzierung nach Angabenarten vgl. die Ausführungen zu 1. Teil B.III.2.d), S. 45ff.
[95] *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 1 spricht von der „prospektähnlichen" Form der Angebotsunterlage.
[96] Zum Prospektbegriff der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung vgl. *Assmann* in Assmann/Schütze § 7 Rn. 57; *Lenenbach* KapMR R. 9.27; im Überblick *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 a.F. BörsG Rn. 25.
[97] Siehe etwa *Lenenbach* KapMR Rn. 9.27; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 BörsG Rn. 9.

eben schon jedem schriftlichen Dokument an, das zugleich informativen und werbenden Zwecken dient, ohne dass sich beide Zweckarten scharf voneinander trennen ließen.[98]

Aus diesem Grund soll an dieser Stelle auch nicht weiter die Prospekteigenschaft der Angebotsunterlage an sich untersucht werden, sondern ihre Prospektfunktion. Der Gesetzgeber selbst vermeidet zwar den Prospektbegriff im Hinblick auf die Angebotsunterlage, was aber seinen Grund in ihrer Funktion als Vertragsangebot haben dürfte. Der Umstand, dass bei Übernahme- und Pflichtangeboten typischerweise der Erlass der Angebotsunterlage von der Erwerberseite ausgeht, wird durch den Begriff Erwerbsprospekt[99] veranschaulicht und ermöglicht bei der Auslegung des Tatbestands des § 12 WpÜG eine funktionsbezogene Differenzierung bei Haftungs- und Konkurrenzfragen.

### *b) Werbezweck*

Der bereits angesprochene werbende Charakter der Angebotsunterlage als Erwerbsprospekt ist im Kontext zu der wettbewerblichen Situation des Bieters im Verhältnis zur Zielgesellschaft, genauer zu deren Verwaltung, zu sehen. Letztlich geht es in der Übernahmesituation nämlich um die Kontrolle der Zielgesellschaft. Anderes gilt allerdings im Rahmen von Pflichtangeboten, da in solchen Konstellationen der Bieter regelmäßig bereits die Kontrolle über die Zielgesellschaft innehat. Es ist also im Hinblick auf den Werbezweck der Angebotsunterlage eine nach der Angebotsart differenzierende Betrachtungsweise notwendig.

---

[98] So im Ergebnis auch *Assmann* in Assmann/Schütze KapAnlR § 7 Rn. 57. Einen weiten Prospektbegriff vertritt auch *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 a.F. BörsG Rn. 25, allerdings bezogen auf die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung.

[99] *Hamann* ZIP 2001, 2249 spricht auch vom Übernahme- oder Kaufprospekt, wobei er selbst a.a.O. (dort Fn. 6) einräumt, dass beide Begrifflichkeiten jeweils nicht für alle denkbaren Angebote nach dem WpÜG passen: Zum einen gibt es auch Pflicht- und einfache Wertpapiererwerbsangebote und zum anderen können sämtliche Angebotsarten als reine Tauschangebote ausgestaltet sein.

### *aa) Das Übernahmeangebot als Wettbewerbsinstrument auf einem Markt für Unternehmenskontrolle*

In der theoretischen Aufarbeitung von öffentlichen Übernahmeangeboten als wirtschaftliches Phänomen wird oft das Konstrukt eines Markts für Unternehmenskontrolle gebraucht.[100] Die Kontrolle eines Unternehmens wird dabei als wirtschaftliches Gut angesehen, dessen Vorhandensein knapp bemessen ist, und um dessen Erwerb daher Wettbewerb herrscht. Ein Wettbewerbsinstrument, mit dessen Hilfe die Akteure an diesem Markt ihren Marktanteil zu erhöhen suchen, ist neben anderen (etwa Beherrschungsverträgen) das öffentliche Übernahmeangebot, gerichtet auf die Anteile an einem Unternehmen. Auf lange Sicht führt das Bestehen dieser Marktsituation im Idealfall vor allem durch Synergieeffekte zu einer Ressourcenallokation und in letzter Konsequenz zu einer allgemeinen qualitativen Verbesserung der Unternehmensführung.[101]

Das öffentliche Übernahmeangebot ist aber nicht nur ein Wettbewerbsinstrument neben anderen, sondern seine Nutzbarkeit beschränkt sich auf Grund rechtlicher Gegebenheiten auf den Erwerb der Kontrolle über Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien, da nur Anteile an solchen Rechtsträgern die Fungibilitätsanforderungen erfüllen, die ein Markt an die (in diesem Fall mittelbare) Handelbarkeit seiner Güter stellt. Eine weitere rechtliche Einschränkung bringt der Regelungsrahmen des WpÜG mit sich, der nur Wertpapiere erfasst, die zum Handel an einem organisierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums zugelassen sind, mithin also nur börsennotierte Unternehmen (§ 1 WpÜG). Es geht daher in diesem Zusammenhang um die Schnittstelle zwischen Markt für Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, also dem Markt für Anlagekapital.

In der Angebotsunterlage hat der Bieter nun die Gelegenheit, sein unternehmerisches Konzept für die Zielgesellschaft darzustellen und auf diese Weise für sein Übernahmeangebot zu werben. Hier zeigt sich allerdings eine Schieflage, die durch das Konstrukt des Markts für Unter-

---

[100] Die dahinter stehende Theorie der Übernahmeangebote stammt aus den USA und wurde maßgeblich von der *Chicago Law School* entwickelt. Dazu *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 42ff. m.w.N; *Mühle* WpÜG, S. 61ff. Im hier interessierenden Zusammenhang können die wirtschaftstheoretischen Grundlagen von Übernahme- und auch Pflichtangeboten allerdings lediglich gestreift werden.

[101] Dass Unternehmensübernahmen der Gesamtwirtschaft schaden können oder bspw. lediglich der Zerschlagung eines Konkurrenten dienen bzw. dessen finanzieller Ausplünderung – wie *Schneider* AG 2002, 125, 126 feststellt –, ist sicher richtig, spricht aber nicht gegen das theoretische Konstrukt des Markts für Unternehmenskontrolle.

nehmenskontrolle kaum erklärbar ist. Denn zum einen spielt das vom Bieter vorgelegte unternehmerische Konzept für die angesprochenen Aktionäre bei ihrer Desinvestitionsentscheidung eine untergeordnete Rolle: Rein wirtschaftlich betrachtet ist für sie überhaupt nur wichtig, ob die angebotene Gegenleistung finanziell attraktiv genug ist, nicht aber das Unternehmenskonzept des Bieters, da sie an dem weiteren Schicksal der Zielgesellschaft gerade nicht mehr teilnehmen werden.[102] Der Werbezweck der Angebotsunterlage besteht in diesem Zusammenhang dann eher in negativer Hinsicht. Der Bieter kann aufzeigen, dass eine jetzige Desinvestition – ggf. verbunden mit einer Neuinvestition[103] – wirtschaftlich vorzuziehen ist, weil das Halten der Aktien im Hinblick auf ein verfehltes Unternehmenskonzept der gegenwärtigen Unternehmensführung keine attraktive Rendite verspricht.

Darüber hinaus zeigt sich die Schieflage des theoretischen Konstrukts des Markts für Unternehmenskontrolle, wenn man sich vor Augen führt, mit wem der Bieter im Wettbewerb steht: Dies sind in erster Linie nämlich nicht andere (konkurrierende) Bieter, die ebenfalls ein Übernahmeangebot abgeben oder abzugeben planen, sondern die Verwaltung, hauptsächlich also der Vorstand der Zielgesellschaft, der nach deutschem Aktienrecht die (operative) Unternehmenskontrolle hat, ohne an der Gesellschaft selbst beteiligt sein zu müssen.[104] Hier zeigt sich wieder – gewissermaßen spiegelbildlich – die schon angedeutete Dichotomie des Übernahmeangebots, die darin zu sehen ist, dass sich das Angebot auf der Metaebene auf die Kontrolle der Zielgesellschaft und auf einer anderen Ebene auf den Erwerb einer Vielzahl von Aktien richtet.[105]

Der Wettbewerb um Unternehmenskontrolle ist also dadurch gekennzeichnet, dass es stets um ein wirtschaftliches Gut geht, das sich bereits in den Händen eines anderen befindet. Unternehmenskontrolle wird in diesem Sinne nicht neu erschlossen. Dies führt zu der strukturellen

---

[102] Das übersieht *Krause* AG 2002, 134, 135. Das in diesem Zusammenhang entstehende Bieterdilemma bei der Ausgestaltung der Angebotsunterlage wird an anderer Stelle genauer erörtert, siehe unten 1. Teil B.III.2.f), S. 61ff.

[103] Die Neuinvestition wird in vielen Fällen in den vom Bieter zum Tausch angebotenen Aktien liegen, wenn es sich um ein Tauschangebot handelt. Dieser Aspekt wird bei der Funktion der Angebotsunterlage als Veräußerungsprospekt näher erörtert, siehe unten 1. Teil B.III.3, S. 64ff.

[104] Die dargestellte Schieflage ähnelt dem von *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 43 m.w.N., dargestellten Begriffspaar vom kontrolllosen Eigentum (der Anteilseigner) und der eigentumslosen Kontrolle (des Vorstands), dessen zugrunde liegende Trennung von Kapitalgeber und Management durch die Möglichkeit von Übernahmeangeboten überwunden werden kann. Mit anderen Worten: Der Wettbewerbsbeitrag des Vorstands der Zielgesellschaft liegt darin, die Aktienallokation in den Händen des Bieters zu verhindern und ist damit dem Wettbewerbsbeitrag des Bieters genau entgegengesetzt.

[105] Siehe oben 1. Teil B.III.1, S. 28.

Ungleichheit der wettbewerblichen Ausgangspositionen des Bieters auf der einen Seite, der durch den Erwerb der Aktienmehrheit die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen sucht, Drittbietern, die Gleiches zu erreichen suchen und des Vorstands der Zielgesellschaft auf der anderen Seite, der an dem Erhalt seiner ihm die Unternehmenskontrolle vermittelnden organschaftlichen Position interessiert ist. Da der Bieter im Falle wettbewerblichen Erfolgs die gewonnene Unternehmenskontrolle wegen der Strenge des deutschen Aktienrechts wiederum nur durch einen Vorstand ausüben kann, stehen sich abstrakt gesehen die Wettbewerber in diesem System nicht diametral gegenüber. Grob gesagt funktioniert der Wettbewerb daher nur bei den so genannten feindlichen Übernahmeangeboten, bei denen der Bieter ohne das Einverständnis des Vorstands der Zielgesellschaft vorgeht. Umgekehrt zeigt dieser Gedanke, dass ein freundliches Übernahmeangebot stets eine Wettbewerbsbeschränkung bedeutet. Demzufolge wäre bei Schaffung einer Neutralitätspflicht, wie sie in der gescheiterten Richtlinie vorgesehen war, der hier beschriebene Ausschnitt des Wettbewerbs um Unternehmenskontrolle (neben konkurrierenden Angeboten) aufgehoben worden.

Neben potenziellen Bietern und der Verwaltung der Zielgesellschaft stehen die Aktionäre der Zielgesellschaft, die in ihrer Gesamtheit zwar Eigentümer der Zielgesellschaft und damit Inhaber der originären Unternehmenskontrolle sind, auf Grund ihrer zumeist großen Zahl, der darin liegenden Inhomogenität und fehlender Abstimmungsmöglichkeiten außerhalb einer Hauptversammlung aber nicht als Wettbewerber angesehen werden können.

Ob man aus den vorgenannten Erwägungen den Schluss zieht, dass sich das Phänomen Übernahmeangebot mit dem theoretischen Konstrukt eines Unternehmenskontrollmarkts und eines Wettbewerbs unterschiedlicher Unternehmenskonzepte hinreichend beschreiben lässt,[106] kann aber für die rechtliche Beurteilung der Angebotsunterlage offen bleiben. Neben einem insoweit denkbaren Wettbewerbszweck erfüllt sie nämlich zusätzlich den Zweck, für das Angebot des Bieters öffentliches Wohlwollen zu erzeugen. Denn gerade für das weitere Engagement eines Bieters am Kapitalmarkt, vor allem dann, wenn es sich bei ihm selbst um ein börsennotiertes Unternehmen handelt, sind solche wirtschaftlich kaum zu quantifizierenden Imagegewinne oder eben -verluste nicht zu unterschätzen. Ähnliches gilt, wenn man bedenkt, dass auch bei den Aktionären der Zielgesellschaft nicht notwendigerweise bloße

[106] Ablehnend etwa *Schneider* AG 2002, 125.

rationale Erwägungen wie die Höhe der Gegenleistung für die Desinvestitionsentscheidung maßgeblich sind, sondern auch bspw. die Überlegung, die Zielgesellschaft „in guten Händen zu wissen".

*bb) Der Werbezweck der Pflichtangebotsunterlage*

Im Zusammenhang mit der Abgabe eines Pflichtangebots lässt sich der Gedanke eines Unternehmenskontrollmarkts und eines Wettbewerbs verschiedener unternehmerischer Konzepte nicht mehr fruchtbar machen, weil der Bieter nach der gesetzlichen Konzeption in § 35 WpÜG bereits die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt haben muss, wenn auch erst unmittelbar zuvor. Allerdings ist Voraussetzung für die Angebotspflicht aus § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG nur die Erlangung der vermuteten Kontrolle des § 29 Abs. 2 WpÜG, nicht hingegen auch das Innehaben der faktischen Kontrolle, deren Vorliegen wiederum von vielen individuellen Eigenheiten der Zielgesellschaft abhängt. Hierzu zählen vor allem die Anteilseignerstruktur, Hauptversammlungspräsenzen sowie eventuelle statutarische Kontrollhindernisse in der Satzung. Bei Zielgesellschaften in der Rechtsform der KGaA kommt es nach vorzuziehender Auffassung aber schon für das Entstehen der Angebotspflicht wegen der unabdingbaren Kompetenzen des persönlich haftenden Komplementärs (nur) auf die tatsächliche Kontrolle an.[107]

Bei Auseinanderfallen von vermuteter und faktischer Kontrolle kommt zwar regelmäßig eine Befreiung von der Angebotspflicht durch Ermessensverfügung der BAFin gem. § 37 Abs. 1 WpÜG (ggf. i.V.m. § 9 WpÜAngVO) in Betracht; der Bieter ist aber nicht verpflichtet, eine Befreiung zu beantragen. Ist die Erteilung einer Befreiung des Bieters aus Rechtsgründen ausgeschlossen, so ist die Angebotspflicht in vielen Fällen nachteilig, weil sie zu einem Zwangserwerb von Aktien führen kann, ohne dass sich hierdurch der herrschende Einfluss des Bieters auf die unternehmerische Leitung der Zielgesellschaft relevant erhöht.[108] Daher können die für den Zwangserwerb aufzuwendenden finanziellen Mittel auf Seiten des Bieters

[107] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 29 Rn. 30 ff und § 35 Rn. 10 f.; a.A. *Süßmann* in Geibel/Süßmann WpÜG § 29 Rn. 23 ohne nähere Begründung.

[108] Dennoch wird die Pflichtangebotsregelung in der Literatur weitgehend als verfassungsgemäß angesehen, vgl. hierzu *Meyer* in Geibel/Süßmann WpÜG § 35 Rn. 10ff.; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 31ff. Zu der verfassungsrechtlichen Diskussion vor Inkrafttreten des WpÜG siehe etwa *Krause*, Übernahmeangebot, S. 163ff. und *Loritz/Wagner* WM 1991, 709; *Thoma* ZIP 1996, 1731, 1733f.

zu einem wirtschaftlichen Verlust führen, sofern im Einzelfall die Investition nicht durch die zu erwartenden Renditen aus den neu erworbenen Aktien amortisiert wird. Mangels wirtschaftlicher Attraktivität des Pflichtangebots aus Sicht des Bieters wird er dazu neigen, die Pflichtangebotsunterlage so auszugestalten, dass diese in möglichst geringem Umfang für dessen Annahme wirbt. In diesen Fällen wird erst deutlich, dass die in § 11 WpÜG enthaltenen Mindestangabepflichten sowie die in § 31 WpÜG enthaltenen Regelungen zur Angemessenheit der Art und Höhe der anzubietenden Gegenleistung ihren Hauptanwendungs- und damit auch konfliktträchtigsten Bereich bei Pflichtangeboten haben werden. Ein besonderes Problem besteht darin, dass den Aktionären, denen gegenüber das Pflichtangebot abzugeben ist, keine spezielle gesetzliche Möglichkeit haben, die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung (notfalls gerichtlich) überprüfen zu lassen, sofern nur die Mindestvoraussetzungen des § 31 Abs. 2 i.V.m. §§ 4ff. WpÜAngVO eingehalten werden. Die Einhaltung dieser Regelungen sichert aber nur, dass den Aktionären mindestens der Verkehrs- bzw. Börsenwert der Aktien anzubieten ist, der jedoch wenig über den wahren Wert der Wertpapiere in Abhängigkeit von dem wahren Unternehmenswert der Zielgesellschaft aussagt. Dieses strukturelle Problem wird auch nicht durch die Prüfung der Pflichtangebotsunterlage durch die BAFin gem. §§ 14, 15 WpÜG entschärft, da die Bundesanstalt nicht die Angemessenheit der Gegenleistung, sondern nur die Vereinbarkeit mit den gerade beschriebenen Mindestanforderungen umfasst. Letztlich resultiert das Problem der mangelnden effektiven Überprüfbarkeit aus der – verfehlten – gesetzlichen Konzeption des Pflichtangebots als kapitalmarkt- und aufsichtsrechtliche Regelung, obgleich es als Konzerneinganskontrolle in das Konzernrecht gehört und mit den dortigen Spruchstellenverfahren hätte verknüpft werden können.[109]

Doch auch wenn der Bieter die faktische Kontrolle über die Zielgesellschaft schon innehat, kann er ein Interesse haben, seine Beteiligung im Wege des Pflichtangebots auszubauen, etwa, um über strukturverändernde Mehrheiten zu verfügen. In der Pflichtangebotsunterlage kann er dann etwa darlegen, warum Strukturmaßnahmen notwendig sind, um das Unternehmen voranzubringen. In diesen Fällen dient die Erstellung der Angebotsunterlage dem geschilderten Werbezweck. Es darf aber nicht übersehen werden, dass in der Pflichtangebotssituation die Annahme des Angebots per se im Interesse der Aktionäre liegen

[109] Vgl. zu dieser Problematik auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 86ff. und § 35 Rn. 45.

wird, da eine Konzernierung mit ihren negativen Folgen für die Attraktivität der Kapitalanlage in Aktien der Zielgesellschaft bereits eingetreten ist. Letztlich kommt dem Werbezweck der Angebotsunterlage als Erwerbsprospekt bei Pflichtangeboten daher kaum Bedeutung zu.

#### *c) Informationszweck*

Weitaus bedeutender für die Beurteilung des öffentlichen Angebots ist der Informationszweck, der mit der Angebotsunterlage verfolgt wird. In erster Linie trägt der Bieter damit den gesetzlichen Anforderungen aus § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO Rechnung. Zum Teil können die zu machenden Angaben seinen Interessen gegenläufig sein, etwa, wenn sich hieraus Auswirkungen auf die mindestens anzubietende Gegenleistung ergeben, wie es bei Angaben zu relevanten Vorerwerben von Aktien der Zielgesellschaft der Fall sein kann.

#### *d) Vom Bieter aufzunehmende Angaben; Begriff*

Allgemein betrachtet sind Angaben zunächst die Darstellung sämtlicher dem Beweis zugänglicher Verhältnisse früherer oder zukünftiger Geschehnisse (Tatsachen), Aussagen, Darstellungen oder Hinweise informatorischen Charakters.[110] Hierzu sind grundsätzlich auch Werturteile, Meinungen oder Prognosen zu zählen, soweit diese auf Tatsachen aufbauen bzw. einen Tatsachenkern in sich tragen.[111] Entsprechendes gilt für Schlussfolgerungen, die aus dem Vorliegen bestimmter Fakten gezogen werden. Vom Angabenbegriff ausgenommen sind Anpreisungen oder Vergleichbares mit rein werbendem Charakter. Reine Werbeaussagen dürften in Angebotsunterlagen jedoch äußerst selten anzutreffen sein. Vielmehr werden bestimmte Angaben sowohl informativer als auch werbender Natur sein,[112] ohne dass sich beide Funktionen scharf voneinander trennen ließen. Im Zweifel sind sämtliche Angaben als Angaben im Sinne des § 12 WpÜG anzusehen; die tatbestandliche Aussonderung irrelevanter Angaben erfolgt dann auf den Ebenen der Wesentlichkeit oder der Fehlerhaftigkeit.

---

[110] Ähnlich *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 8.
[111] So vor allem BGH WM 1982, 862, 865 für Verkaufsprospektangaben; wie hier *Assmann* AG 2002, 153, 155; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 8 m.w.N.; wohl auch *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 4.
[112] Dieser doppelte Charakter informativer und zugleich werbender Angaben findet sich auf höherer Ebene bei der Definition des allgemeinen Prospektbegriffs wieder, siehe oben 1. Teil B.III.2, S. 37ff.

### *aa) Abgrenzung zum Angebotsinhalt*

§ 11 Abs. 2 Satz 1 WpÜG unterscheidet zwischen dem Inhalt des Angebots und ergänzenden Angaben. Zum Inhalt des Angebots gehören gem. § 11 Abs. 2 Satz 2 Nrn. 1 bis 6 WpÜG die Vertragskonditionen wie eventuelle Bedingungen, die notwendige Befristung (§ 16 Abs. 1 WpÜG: zwischen vier und zehn Wochen), die Identifizierbarkeit des Bieters als Vertragspartei sowie der Zielgesellschaft und vor allem die *essentialia negotii* des Angebots, nämlich die Festlegung von Leistung und Gegenleistung.[113] Sowohl der Terminus „ergänzende" als auch die oben dargestellte Weite des Angabenbegriffs könnten zu dem Schluss führen, dass die vom Bieter aufgenommenen Angebotsinhalte als Angaben im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG anzusehen sind.[114] Nach dieser Auffassung käme daher auch eine Haftung für einen fehlerhaften Angebotsinhalt in Betracht.

Richtigerweise können die Angebotskonditionen aber nicht als Angaben im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG angesehen werden. Denn es handelt sich bei ihnen um die vom Bieter einseitig festgesetzten Vertragsbestimmungen, die die mit den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft abzuschließenden Einzelverträge inhaltlich konkretisieren. Die Aufnahme des Angebotsinhalts in die Angebotsunterlage ist Ausdruck von deren Funktion als rechtlich verbindliches Vertragsangebot[115], nicht jedoch als Erwerbsprospekt.[116] So ist vor allem die Festsetzung der vom Bieter im Falle einer Angebotsannahme zu zahlenden Gegenleistung für die Aktien der Zielgesellschaft die Konkretisierung des zustande kommenden Schuldverhältnisses. Sie kann daher – anders als etwa die angewandten Bewertungsmethoden, die zu ihrer Ermittlung herangezogen wurden – auch niemals fehlerhaft sein. Hat der Bieter etwa „versehentlich" eine andere Gegenleistung festgesetzt als er ursprünglich wollte, so ergibt sich aus allgemeinen Grundsätzen, dass entweder die gewollte Gegenleistung Vertragsinhalt wird, etwa, weil ein offensichtlicher Schreibfehler gegeben war, oder aber, dass der Bieter seine durch die Angebotsunterlage verkörperte Willenserklärung wegen Irrtums gem. § 119 BGB anfechten

---

[113] Vgl. *Liebscher* ZIP 2001, 853, 862; *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 8.
[114] In diesem Sinne *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 8; *Schneider* AG 2002, 125, 132; und *Assmann* AG 2002, 153, 154f., der „die Angebotskonditionen (wie etwa die angebotene Gegenleistung)" zu den wesentlichen Angaben zählt.
[115] Siehe oben 1. Teil B.III.1, S. 28ff.
[116] Vgl. oben 1. Teil B.III.2, S. 37ff.

muss.[117] Entsprechendes gilt für eine falsche Bezeichnung der zu erwerbenden Wertpapiere, etwa durch eine falsche Wertpapierkennnummer:[118] Hier wird in den allermeisten Fällen schon die Auslegung des Angebots ergeben, welche Aktien gemeint sind. Denn gem. § 11 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpÜG ist ja die Zielgesellschaft genau zu identifizieren.

Auch ein Blick auf die potenziellen Rechtsfolgen zeigt, dass die Angebotskonditionen nicht sinnvoll als Angaben angesehen werden können. Wurde z.B. eine Bedingung „fehlerhaft" in das Angebot aufgenommen, so kann dies nicht zu einer Schadensersatzhaftung des Bieters nach § 12 WpÜG führen. Vielmehr ist entweder vertragsrechtlich auszulegen, was mit der „fehlerhaften" Vertragsklausel gemeint ist bzw., ob die Bedingung überhaupt wirksam geworden ist, oder aber es handelt sich um eine wegen § 18 WpÜG unzulässige Bedingung, die zu einer Untersagung des Angebots durch die BAFin gem. § 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG führt. Raum für eine Angebotsunterlagenhaftung bleibt hier nicht. Entsprechendes gilt bspw. für „fehlerhafte" Befristungen.

Zuletzt spricht auch eine gesetzessystematische Überlegung dafür, die Angebotskonditionen nicht als Angaben im Sinne von § 12 Abs. 1 WpÜG anzusehen. Unterstellt man einmal, der Angebotsinhalt könnte unrichtig sein, so müsste dem Bieter auch die Berichtigungsmöglichkeit gem. § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG offen stehen.[119] Dem ist aber nicht so, da dies eine materielle Änderung des Vertragsangebots zur Folge hätte und § 21 WpÜG solche nachträglichen inhaltlichen Änderungen nur in engen Grenzen zulässt, nämlich lediglich zum Vorteil der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Auch die Rechtsfolgen unterscheiden sich erheblich: Während die Berichtigung von Angaben eine potenzielle Haftung aus § 12 WpÜG entfallen lässt, führt die Nachbesserung des Angebots zu einer gesetzlichen Modifizierung des

---

[117] Nach *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 27 soll eine Haftung des Bieters bei Barangeboten in Betracht kommen, wenn dieser die in der Angebotsunterlage angebotene Gegenleistung nicht vollständig auszahlt. Dem ist zu widersprechen, da in solchen Fällen zum einen die Angebotsunterlage selbst dann nicht fehlerhaft ist, wenn man die angebotene Gegenleistung als Angabe im Sinne des §12 Abs. 1 WpÜG ansieht. Zum anderen hat der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft schon einen vertraglichen Anspruch auf vollständige Bezahlung der Gegenleistung. Siehe hierzu auch unten 3. Teil D.I, S. 241ff. sowie Fn. 721.

[118] Die zu erwerbenden Wertpapiere sind möglichst genau, regelmäßig unter Hinzuziehung der Wertpapierkennnummer zu bezeichnen, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 24.

[119] Zur Berichtigung anfänglich unrichtiger Angaben siehe unten 1. Teil C.V.6.d), S. 179; davon zu unterscheiden ist die Aktualisierung nachträglich unrichtiger Angaben, siehe dazu 1. Teil C.III.1.e)cc), S. 160.

Vertragsangebots bzw. der bereits abgeschlossenen Verträge[120] sowie zum Entstehen eines Rücktrittsrechts (§ 21 Abs. 4 WpÜG). Zwar ordnet § 21 Abs. 3 WpÜG die entsprechende Anwendung des § 12 WpÜG bei Nachbesserungen an. Hierdurch soll aber keine Haftung für die Verbesserung der Angebotskonditionen begründet werden, sondern die für die ursprünglich gemachten Angaben bestehende potenzielle Haftung für ergänzende Angaben, die in Folge der Nachbesserung notwendig werden und in deren Rahmen auf Grund § 21 Abs. 3 i.V.m. § 11 Abs. 1 Satz 2 bis 5, Abs. 3 WpÜG in die Änderungsunterlage aufzunehmen sind. So muss der Bieter bspw. zusätzliche Angaben zur Finanzierung des Angebots machen, wenn er gem. § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG die Gegenleistung erhöht.

Sämtliche vom Bieter in die Angebotsunterlage aufgenommenen Vertragsinhaltsbestimmungen sind daher nicht als Angaben im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG anzusehen. Neben den in § 11 Abs. 2 Satz 2 Nrn. 1 bis 6 WpÜG aufgeführten Konditionen zählen hierzu auch solche Vertragsklauseln, die der Bieter freiwillig aufnimmt, wie bspw. Gewährleistungsklauseln.[121] Ob dies in zulässiger Weise geschehen kann, ist nach § 3 WpÜG bzw. nach dem Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen gem. §§ 305ff. BGB zu beurteilen[122], nicht aber nach § 12 WpÜG.

*bb) Notwendige Angaben: Grundsätze der Prospektwahrheit und der Prospektklarheit*

Die notwendigen in die Angebotsunterlage aufzunehmenden Angaben ergeben sich zunächst aus dem Katalog des § 11 Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO. Die Verlagerung der Bestimmung eines nicht unerheblichen Teils der Pflichtangaben in eine Verordnung soll in Verbindung mit der Einräumung der Befugnis zu deren Änderung und Ergänzung kraft Verordnungsermächtigung gem. § 11 Abs. 4 WpÜG an das Bundesministerium für Finanzen – mit der Möglichkeit der Subdelegation an die BAFin auf Grund § 11 Abs. 5 WpÜG – dazu dienen, möglichst flexibel auf die sich in der Praxis entwickelnden Probleme reagieren zu können.[123] Auf diese Weise kann vor allem auf die Fachkompetenz des bei der BAFin gem.

---

[120] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 21 Rn. 6ff; anders Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 49: Sind die Verträge bereits geschlossen, müssen die Wertpapierinhaber zunächst zurücktreten und dann erneut annehmen, um in den Genuss der Nachbesserung zu gelangen.
[121] Vgl. *Oechsler* NZG 2001, 817, 821.
[122] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 6; *Oechsler* NZG 2001, 817, 821. Der BGH (ZIP 2001, 2278, 2279) hat die Anwendbarkeit des damaligen § 9 AGBG auf Angebotsunterlagen nach Art. 7 ÜK offen gelassen.
[123] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

§ 5 WpÜG eingerichteten Beirats, der mit Vertretern aus den betroffenen Wirtschaftskreisen besetzt ist, zurückgegriffen werden. Da § 11 WpÜG selbst aber die Grundsätze der Prospektwahrheit und -klarheit (dazu gleich) festlegt sowie prinzipiell die wesentlichen notwendigen Angaben enthält und darüber hinaus in der Verordnungsermächtigung detailliert den sachlichen Rahmen absteckt, innerhalb dessen die Angabepflichten ausgeweitet werden können, bestehen hinsichtlich der Vereinbarkeit dieser Regelungstechnik keine durchgreifenden Bedenken in Hinblick auf Art. 80 Abs. 1 Sätze 2 und 4 GG.[124]

Sind weitere, von § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO nicht explizit erfasste Angaben für eine zutreffende Beurteilung des Angebots unerlässlich, so müssen auch diese aufgenommen werden.[125] Maßstab ist hierfür der in § 11 Abs. 1 Satz 2 WpÜG niedergelegte Grundsatz, wonach die Angebotsunterlage diejenigen Angaben enthalten muss, die notwendig sind, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können (Grundsatz der Prospektvollständigkeit). Ergänzend hierzu bestimmt §11 Abs. 1 Satz 3 WpÜG, dass die Angaben richtig sein müssen (Grundsatz der Prospektrichtigkeit). Die beiden vorgenannten Grundsätze lassen sich zusammenfassend als Grundsatz der Prospektwahrheit bezeichnen. Zuletzt muss der Prospekt gem. § 11 Abs. 1 Satz 4 WpÜG in deutscher Sprache abgefasst sowie übersichtlich, klar und leicht verständlich gestaltet sein (Grundsatz der Prospektklarheit).

Vorgenannte Grundsätze können miteinander in Konflikt geraten, so dass es im Einzelfall dazu kommen kann, dass in dem gesetzlichen Katalog vorgesehene Angaben wegzulassen sind, wenn dies erforderlich ist, um die Verständlichkeit der Angebotsunterlage zu erleichtern.[126] Im Übrigen ist aber bei gesetzlich notwendigen Angaben eine Negativerklärung abzugeben, sofern diese nicht einschlägig sind (z.B. bei Angaben zu Vorerwerben, wenn solche nicht stattgefunden haben).

Angebotsunterlagen enthalten eine Vielzahl verschiedener Angaben, was sich nicht zuletzt auch aus dem umfangreichen Pflichtangabenkatalog der §§ 11 WpÜG, 2 WpÜAngVO ergibt. Es empfiehlt sich daher, zunächst eine Typisierung der Angabearten vorzunehmen, wobei zum einen auf die besondere wirtschaftliche Ausgangsposition bei Übernahme- und Pflichtan-

---

[124] Kritisch *Hopt* ZGR 2002, 333, 353.
[125] *Hamann* ZIP 2001, 2249, 2251.
[126] *Oechsler* NZG 2001, 817, 818; zustimmend *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 12.

geboten und zum anderen auf die schon dargestellten unterschiedlichen rechtlichen Funktionen[127] einer Angebotsunterlage abzustellen ist.

*cc) Erwerbsbezogene Angaben*

Jede Angebotsunterlage enthält erwerbsbezogene Angaben, da ein Übernahme- und Pflichtangebot notwendig auf den Erwerb von Aktien bzw. Wertpapieren einer Zielgesellschaft gerichtet ist. Dies gilt gleichermaßen für Kauf- wie auch für Tauschangebote. Innerhalb der erwerbsbezogenen Angaben ist eine weitere Differenzierung der Angabearten nach transaktionsbezogenen und unternehmensbezogenen möglich, wobei sich letztere wiederum sowohl auf die Zielgesellschaft als auch auf den Bieter selbst beziehen. Diese weitere Differenzierung ist Ausdruck der bereits beschriebenen Dichotomie eines Übernahmeangebots,[128] das sich auf einen Unternehmenserwerb richtet, der durch eine Vielzahl individualvertraglicher Anteilserwerbe auf einer anderen Ebene realisiert wird. Eine entsprechende Trennlinie lässt sich zwischen diesen Angabekategorien zwar nicht scharf ziehen. Im Zusammenhang mit der Haftung nach § 12 WpÜG ist sie dennoch sinnvoll; letztlich erfolgt sie zunächst aber nur aus Gründen der Veranschaulichung und ohne dass die unterschiedlichen Angabekategorien zu qualitativen Unterschieden hinsichtlich der Haftungsrelevanz der Angaben führt. Diese ist erst im Rahmen der Wesentlichkeit zu bestimmen.

(1) Transaktionsbezogene Angaben

Obiger Differenzierung zufolge sind als transaktionsbezogene Angaben diejenigen Angaben anzusehen, die die einzelvertragliche Ebene berühren. Hierzu zählen neben der Festlegung der vertraglichen Konditionen auch Angaben zu Bewertungsmethoden und zur Finanzierung des Angebots.

*(i) Vertragsschluss- und -durchführungsangaben; Abwicklungsmodalitäten*

Für den Vertragsschluss ist die Angabe des Bieters von Bedeutung, welche Maßnahmen der Wertpapierinhaber ergreifen muss, um die Annahme des Angebots zu erklären (§ 2 Nr. 4

[127] Siehe oben 1. Teil B.III, S. 27.
[128] Siehe oben 1. Teil B.III.1, S. 28.

WpÜAngVO). Hierbei handelt es sich nicht um eine Angebotskondition, da erst das Befolgen der Hinweise zum Vertragsschluss führt.

Zu den transaktionsbezogenen Angaben zählen Angaben zu Einzelheiten der Vertragsdurchführung. Gemäß § 2 Nr. 4 WpÜAngVO ist insbesondere darzulegen, welche Maßnahmen die angesprochenen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ergreifen müssen, um die Gegenleistung zu erhalten. Die Angebotsunterlage muss Hinweise zu eventuellen Rücktrittsrechten der Wertpapierinhaber aus §§ 21, 22 WpÜG sowie zu eventuellen gesetzlichen Verlängerungen der ursprünglichen Annahmefrist aus §§ 16 Abs. 2, 21 Abs. 5 oder 22 Abs. 2 WpÜG enthalten. Gewährt der Bieter den annehmenden Aktionären ein davon unabhängiges Rücktrittsrecht, so handelt es sich hierbei um eine Vertragsklausel, die nicht als Angabe anzusehen ist. Schließlich ist die Angabe zu machen, welcher nationalen Rechtsordnung die einzelnen Verträge unterliegen (§ 2 Nr. 12 WpÜAngVO).

Im Zusammenhang mit Bedingungen ist bedeutsam, dass der Bieter gem. § 2 Nr. 8 WpÜAngVO Angaben zum Stand eventueller behördlicher Genehmigungsverfahren machen muss. Regelmäßig wird das Angebot nämlich unter der aufschiebenden Bedingung der Erteilung einer notwendigen behördlichen Genehmigung abgegeben werden. Obgleich Bedingungen selbst keine Angaben sind, da sie das Schuldverhältnis inhaltlich bestimmen, sind die begleitenden Informationen nach § 2 Nr. 8 WpÜAngVO sehr wohl als Angaben anzusehen, weil sie nicht Vertragsbestandteil im engeren Sinne werden.

*(ii) Steuern*

Der gesetzliche Angabenkatalog in § 2 WpÜAngVO enthält keine explizite Pflicht, bei Barangeboten Angaben zu im Rahmen der Wertpapiertransaktion anfallenden Steuern in die Angebotsunterlage aufzunehmen. So kann nach deutschem Recht z.B. die Spekulationssteuer anfallen, wenn der Erwerb der Wertpapiere der Zielgesellschaft noch nicht länger als ein Jahr zurückliegt und der Wertpapierinhaber das Angebot des Bieters annimmt. In der juristischen Literatur findet sich die Ansicht, eine entsprechende Angabepflicht ergebe sich aus den allgemeinen Grundsätzen des § 11 Abs. 1 WpÜG.[129] Dem kann so nicht zugestimmt werden: Grundsätzlich hat jeder Wertpapierinhaber, der seine Wertpapiere gegen Geld veräußert, die

[129] *Apfelbacher/Barthelmess/Buhl/von Dryander*, German Takeover Law, sec. 12 Rn. 13.

steuerlichen Implikationen selbst zu beurteilen. Es handelt sich hierbei nicht um eine spezielle übernahmerechtliche Entscheidung. Hinzu kommt, dass anderenfalls dem Bieter kaum zu bewältigende Untersuchungspflichten auferlegt würden: Da die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in steuerrechtlicher Hinsicht ihrem Heimatrecht unterliegen, müssten Angaben zu Steuern prinzipiell für jeden Staat aufgenommen werden, sofern nicht ausnahmsweise mit Genehmigung der BAFin Wertpapierinhaber aus bestimmten Staaten gem. § 24 WpÜG vom Angebot ausgenommen werden dürfen.

Bei Tauschangeboten ist zu beachten, dass sich die steuerliche Angabenpflicht schon aus § 2 Nr. 2 WpÜAngVO i.V.m. § 4 Nr. 2 VerkProspVO ergibt.[130]

*(iii) Angaben zur Bewertung der zu erwerbenden Wertpapiere*

Neben der Festlegung der Art und Höhe der anzubietenden Gegenleistung als Angebotskondition hat der Bieter auch umfassende Angaben dazu zu machen, wie diese ermittelt wurde. Wesentlich hierfür ist die Bewertung der zu erwerbenden Wertpapiere. Darzustellen sind gem. § 2 Nr. 3 WpÜAngVO die Einzelheiten der angewandten Bewertungsmethoden. Sofern mehrere Methoden nebeneinander angewandt worden sind, müssen die sich daraus ergebenden unterschiedlichen Werte dargestellt werden. Bei Umtauschangeboten sind entsprechende Angaben hinsichtlich der Festlegung des Umtauschverhältnisses zu machen.[131] Schließlich ist auf sich bei der Bewertung ergebende besondere Schwierigkeiten hinzuweisen.

§ 2 Nr. 3 WpÜAngVO ist im Zusammenhang mit § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3ff. WpÜAngVO zu sehen, die für Übernahme- und Pflichtangebote bestimmen, dass die Gegenleistung angemessen sein muss und gleichzeitig Vorgaben für die Ermittlung der Mindestgrenze enthalten. Diese Vorschriften betreffen aber zum einen nur die Art der Gegenleistung und hinsichtlich der wertmäßigen Höhe wird nur die Relevanz durchschnittlicher Börsenkurse sowie relevanter Vorerwerbe (dazu gleich) geregelt. Auch wenn § 2 Nr. 3 WpÜAngVO verlangt, dass die tatsächlich angewandten Methoden angegeben werden müssen, ist zu beachten, dass

[130] Siehe unten 1. Teil B.III.3.b)bb)(2), S. 71.
[131] Zu den hinsichtlich der angebotenen Wertpapieren zu machenden Angaben siehe unten 1. Teil B.III.3.b)bb), S. 70ff.

sich eine Fehlerhaftigkeit hinsichtlich dieser Angaben auch daraus ergeben kann, dass die Methoden nicht im Einklang mit den Angemessenheitsvorschriften stehen.[132]

*(iv) Relevante Vorerwerbe*

Weiterhin sind so genannte relevante Vorerwerbe von Wertpapieren der Zielgesellschaft anzugeben, die der Bieter bzw. gemeinsam mit ihm handelnde Personen innerhalb des Referenzzeitraums von drei Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung getätigt haben, wobei der Abschluss eines entsprechenden schuldrechtlichen Grundgeschäfts hinreichend ist (§ 2 Nr. 7 WpÜAngVO). Diese Angabe ist im Zusammenhang mit § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3 bis 7 WpÜAngVO zu sehen, nach denen solche relevanten Vorerwerbe Auswirkungen auf die Art und die Mindesthöhe der bei Übernahme- oder Pflichtangeboten anzubietenden Gegenleistung haben können.[133] Anzugeben sind insbesondere Art und Höhe der gewährten oder vereinbarten Vorerwerbsgegenleistung. Sofern es sich hierbei um Sachleistungen (bspw. Unternehmensanteile, Wertpapiere) handelte, muss auch deren Bewertung dargestellt werden.[134]

*(v) Angaben zur Sicherstellung der Finanzierung*

Gleichermaßen für die einzelvertragliche Ebene wie auch für den Erwerb der Zielgesellschaft an sich relevant sind Angaben zur Sicherstellung der Finanzierung. Gemäß § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG muss der Bieter nämlich sicherstellen, dass ihm zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Ansprüche der annehmenden Wertpapierinhaber die zur Erfüllung notwendigen Mittel zur Verfügung stehen. Die zur Erfüllung dieser Pflicht ergriffenen Maßnahmen sind gem. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 1. Alt. WpÜG darzustellen. Bei Barangeboten muss der Bieter gem. § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG zusätzlich eine Finanzierungsbestätigung durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen einholen;[135] diese wiederum ist gem. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG der Angebotsunterlage beizufügen. Bei Tauschangeboten, bei denen eigene Aktien aus einer Kapitalerhöhung angeboten werden sollen, muss der Bieter bspw. Angaben dazu

[132] Vgl. dazu im Einzelnen unten 2. Teil C.III.1.b)bb), S. 155.
[133] Zu Einzelheiten dazu siehe unten 3. Teil D.II.1, S. 242.
[134] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 39.
[135] Vgl. dazu und zu den sich speziell in diesem Zusammenhang ergebenden Haftungsfragen nach § 13 Abs. 2 WpÜG unten 3. Teil D.III, S. 247ff.

machen, ob bei der Fassung des Erhöhungsbeschlusses Widerspruch zur Niederschrift erklärt wurde und ob Anfechtungsklagen hiergegen anhängig sind.[136]

*(vi) Vorteilsgewährungen*

§ 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 WpÜG schreibt vor, dass der Bieter in seiner Angebotsunterlage Angaben dazu machen muss, ob und ggf. welche Geldleistungen oder sonstigen geldwerten Vorteile den Verwaltungsmitgliedern der Zielgesellschaft gewährt oder in Aussicht gestellt werden. Diese Angabepflicht ist im Zusammenhang mit § 33 Abs. 3 WpÜG zu sehen, wonach die Gewährung oder In-Aussicht-Stellung ungerechtfertigter Vorteile unzulässig ist.[137]

Anzugeben sind aber jegliche Vorteilsgewährungen, also unabhängig davon, ob sich deren Beurteilung als ungerechtfertigt herausstellen könnte. Anzugeben sind daher auch Vorteile, auf die die Verwaltungsmitglieder ohnehin einen Anspruch haben (etwa moderate Abfindungszahlungen auf Grund einzelner arbeitsvertraglicher Regelungen; Pensionen). Die Regelung dient dazu, den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft Klarheit darüber zu verschaffen, welche Motivationen die Verwaltung bei ihrer Stellungnahme antreiben könnte und ob sie insofern in Interessenkonflikte geraten könnte.[138] Das Tatbestandsmerkmal „andere geldwerte Vorteile“ erfordert eine weite Auslegung des Vorteilsbegriffs. Eine Verrechnung von finanziellen Vor- und Nachteilen ist daher nicht möglich. Als Beispiel sei hier der Fall erwähnt, dass eine Abberufung als Vorstandsmitglied verbunden mit der Berufung als Aufsichtsratsmitglied in Aussicht gestellt werden. Dies wäre anzugeben, selbst wenn hiermit finanzielle Einbußen verbunden wären. Anzugeben sind also alle Vorteile anzugeben, die nicht rein ideeller Natur sind. Nicht anzugeben wären demnach bspw. undotierte Ehrungen für die in der Vergangenheit erworbenen Verdienste um die Zielgesellschaft.

---

[136] Vgl. BGHZ 139, 225 = ZIP 1998, 1528; siehe dazu auch unten 2. Teil C.III.3.b), S. 165f.

[137] Vgl. dazu *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 33 Rn. 48ff.; unklar, aber bislang in der Literatur nicht diskutiert ist die Frage, warum ungerechtfertigte Vorteilsgewährungen nur bei Übernahme- oder Pflichtangeboten unzulässig sein sollen. Deren Unzulässigkeit bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten kann sich aber aus allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätzen ergeben, wie sie schon vor Inkrafttreten des WpÜG erörtert wurden.

[138] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 41f.; *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 38; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 51.

(2) Unternehmensbezogene Angaben

Neben den transaktionsbezogenen Angaben hat der Bieter weitere Angaben zu machen, die sich als unternehmensbezogene Angaben charakterisieren lassen, weil sie vornehmlich die Metaebene von Übernahme- und Pflichtangeboten und die Unternehmensakquirierung an sich betreffen. Zu den unternehmensbezogenen Angaben sind sowohl Angaben zur Zielgesellschaft als auch zum Bieter selbst zu zählen.

*(i) Bieterabsichten*

Gemäß § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG muss der Bieter darlegen, welche Absichten er in Bezug auf die zukünftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft nach Durchführung des Angebots hegt. Der Gesetzgeber zählt hierzu insbesondere die geplanten Maßnahmen hinsichtlich künftiger Standorte wesentlicher Unternehmensteile, der Beschäftigungspolitik sowie Vermögensverwendung. Darzustellen ist bspw., ob Veräußerungen von Betriebsteilen geplant sind,[139] wie sie häufig zur Finanzierung von Übernahmeangeboten im Rahmen eines sog. *leveraged buy out* anzutreffen sind. Unabhängig von der Frage, inwieweit diese Finanzierungsform nach deutschem Recht überhaupt zulässig ist,[140] sind Angaben hierzu unerlässlich, wenn entsprechende Maßnahmen tatsächlich geplant sind.

Anzugeben sind auch geplante Strukturmaßnahmen wie bspw. Umwandlungen, Eingliederungen bzw. die Durchführung eines Minderheitenausschlusses, jeweils, sofern der Bieter die hierfür notwendigen Hauptversammlungsmehrheiten erreichen kann. Diese gesellschaftsrechtlichen Veränderungen werden zwar in § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG nicht ausdrücklich erwähnt, weil die wirtschaftlichen Absichten in den Vordergrund gestellt wurden; sie sind aber bedeutsam für die Beurteilung des Angebots.

Ebenfalls im Gesetz nicht explizit vorgeschrieben sind Angaben zu den Bieterabsichten bezüglich von Tochterunternehmen der Zielgesellschaft. Dies wurde in der Literatur als gesetzgeberisches Versäumnis angesehen und kritisiert, weil andere Rechtsordnungen Angabe-

[139] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 24.
[140] Vgl. hierzu etwa *Weber-Rey* in Semler/Volhard, Übernahmehandbuch Bd. 1, § 14 Rn. 39ff.

pflichten hierzu explizit vorsähen[141] und solche Umstrukturierungen oder Betriebsteilveräußerungen auf Tochterebene der Zielgesellschaft im Anschluss an Übernahmen häufig anzutreffen seien.[142] Hierzu ist zunächst anzumerken, dass von § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG jedenfalls sämtliche Auswirkungen auf Tochterunternehmen erfasst werden, wenn diese einen Betriebsteil der Zielgesellschaft darstellen, wie es in der Regel der Fall sein wird. Sofern es sich bei den Tochterunternehmen hingegen um reine Beteiligungsgesellschaften handelt, so wird eine entsprechende geplante spätere Beteiligungsveräußerung ebenfalls schon nach § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG anzugeben sein. Weitere Aussagen – etwa zu den Auswirkungen auf die Arbeitnehmer der Tochterunternehmen – wird der Bieter in der Regel nicht machen können, weil zum Zeitpunkt der Abgabe des Angebots Einzelheiten folgender Transaktionen mit den potenziellen Erwerbern noch nicht bis ins Detail ausgehandelt sein werden. Können hingegen sichere Aussagen insoweit gemacht werden, so sind diese schon wegen des allgemeinen Grundsatzes der Prospektvollständigkeit zu machen, da diese Pläne bedeutsam für die Entscheidung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft und für die Beurteilung des Angebots durch die übernahmerechtliche Bereichsöffentlichkeit[143] sein können. Letztlich lassen sich die skizzierten Lücken hinsichtlich von Tochterunternehmen schon durch eine weite Auslegung von § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG sowie einer Heranziehung der Grundsätze der Prospektklarheit und Prospektwahrheit schließen.[144]

*(ii) Bestehende Beteiligungen*

Der Bieter muss gem. § 2 Nr. 5 WpÜAngVO umfassend über bestehende Beteiligungen an der Zielgesellschaft informieren. Hierzu zählen Angaben zu sämtlichen bereits gehaltenen Wertpapieren bzw. Aktien sowie zu Stimmrechten, die dem Bieter nicht aus eigenen Aktien zustehen, sondern ihm gem. § 30 WpÜG zuzurechnen sind. Darüber hinaus sind entsprechende Angaben über gemeinsam handelnde Personen sowie deren Tochterunternehmen zu machen, sofern diese bereits direkt oder indirekt an der Zielgesellschaft beteiligt sind. In vielen Fällen werden deren Stimmrechte dem Bieter aber schon auf Grund § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG zuzurechnen sein. Die Angabe zu bestehenden Beteiligungen ist getrennt nach Zurechnungstatbeständen sowie formalem Rechtsinhaber (Aktionär) zu machen.

---

[141] So z.B. der *City Code* in Großbritannien.
[142] Etwa *Hopt* ZGR 2002, 333, 353.
[143] Dazu unten 1. Teil B.III.2.e), S. 57ff.
[144] Im Ergebnis wie hier *Hopt* ZGR 2002, 333, 353.

#### *(iii) Auswirkungen auf den Bieter*

§ 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 2. Alt. WpÜG sieht vor, dass der Bieter auch die Auswirkungen des Angebots auf seine Vermögens-, Finanz- und Ertragslage darstellen muss. Diese Angabe ist im Zusammenhang mit der Sicherstellung der Finanzierung zu sehen.[145] Anzugeben sind aber nicht nur die unmittelbaren Folgen des Angebots, sondern auch langfristige Erwartungen, wie bspw. Folgen einer zukünftigen Konsolidierung der Zielgesellschaft in der Konzernbilanz des Bieters und damit verbunden aus der Übernahme erwartete Gewinne oder Synergieeffekte. Denn nur auf diese Weise kann sich der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ein umfassendes Bild von den Motivationen des Bieters machen. Nicht notwendig ist in diesem Zusammenhang aber die Aufstellung eines Als-ob-Abschlusses unter Einbeziehung der Zielgesellschaft bzw. des Zielgesellschaftskonzerns.[146] Im Übrigen kann hinsichtlich der im Einzelnen zu machenden Angaben § 264 Abs. 2 Satz 1 HGB (Jahresabschluss) zur Orientierung herangezogen werden.[147]

### *e) Übernahmerechtliche Bereichsöffentlichkeit*

Je nach Adressatengruppe stehen mal die mit der Angebotsunterlage als Erwerbsprospekt verfolgten Werbezwecke und mal die Informationszwecke im Vordergrund. Anders als in ihrer Funktion als bindendes Vertragsangebot, das sich ausschließlich an die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft richtet (Adressaten im engeren Sinne), ist der Kreis der Adressaten im weiteren Sinne in ihrer Funktion als Erwerbsprospekt breit gefächert.[148] Die Adressaten im weiteren Sinne lassen sich wiederum je nach der Bedeutung, die das öffentliche Angebot für sie hat, im Primär- und Sekundäradressaten einteilen. Diese Einteilung der Angebotsadressaten geschieht allerdings nicht zum Selbstzweck, sondern dient dazu, die an anderer Stelle noch vorzunehmenden Untersuchungen in Bezug auf eine Haftung des Bieters für fehlerhafte Angaben in der Angebotsunterlage neben § 12 WpÜG, bzw. gegenüber anderen Personen oder Personengruppen als den in § 12 Abs. 1 WpÜG exklusiv genannten annehmenden Wertpapierinhabern, zu erleichtern.

---

[145] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 43.
[146] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 21.
[147] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 47 m.w.N.
[148] Ähnlich, aber allgemein für Prospekte *Assmann* in FS Kübler, S. 317, 328, 330.

### *aa) Primäradressaten*

Als Primäradressaten sind grundsätzlich diejenigen Personen bzw. Personengruppen anzusehen, für die die Veröffentlichung der Angebotsunterlage individuelle Rechte, aber auch Pflichten begründen kann. Daneben kann als Kriterium zur Unterscheidung von Sekundäradressaten der Umstand herangezogen werden, dass Primäradressaten durch das Angebot unmittelbar in ihren wirtschaftlichen Interessen berührt werden. Letztlich kommt es also für die Charakterisierung des Adressatenkreises auf die unmittelbare rechtliche oder wirtschaftliche Betroffenheit an.

#### (1) Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft

Den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft erwachsen unmittelbar Rechte aus der Angebotsveröffentlichung, weshalb sie als Primäradressaten anzusehen sind.[149] Am deutlichsten wird dies durch die ihnen zivilrechtlich eingeräumte Möglichkeit, durch Abgabe einer Annahmeerklärung einen Vertrag mit dem Bieter über den Erwerb ihrer Wertpapiere zu dem angebotenen Preis herbeizuführen. Da sich der Bieter nicht mehr ohne weiteres von seinem verbindlichen Vertragsangebot einseitig lösen kann,[150] kann man insoweit von einem Optionsrecht der annehmenden Wertpapierinhaber sprechen. Genau genommen verfügen sie über eine *Put*-Option: Je nach angebotener Gegenleistung können sie innerhalb der Angebotsfrist durch Annahme des Wertpapiererwerbsangebots jederzeit ihre Wertpapiere der Zielgesellschaft gegen eine Geldzahlung veräußern, gegen angebotene Wertpapiere eintauschen oder alternative Gegenleistungen realisieren.

#### (2) Verwaltung der Zielgesellschaft

Die Verwaltung der Zielgesellschaft – also deren Vorstand und Aufsichtsrat – treffen in erster Line rechtliche Pflichten im Zusammenhang mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage. So haben sie gem. § 27 WpÜG eine ausführliche Stellungnahme zum Inhalt der Angebotsunterlage unmittelbar im Anschluss an deren Veröffentlichung abzugeben. Daneben obliegt dem

---

[149] *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 11 Rn. 9.
[150] Zur zivilrechtlichen Bindungswirkung der Veröffentlichung der Angebotsunterlage siehe ausführlich oben 1. Teil B.III.1.c)dd), S. 33.

Vorstand in prozeduraler Hinsicht gem. § 14 Abs. 4 Satz 2 WpÜG, nach Erhalt der Angebotsunterlage durch den Bieter diese unmittelbar an die zuständige Arbeitnehmervertretung der Zielgesellschaft weiterzuleiten.

Hinzu kommt die durch die Veröffentlichung des Angebots bedingte Einschränkung des Vorstands in seinen Handlungsmöglichkeiten auf Grund von § 33 WpÜG. Der in dieser Norm verankerte Handlungsmaßstab, der die Verwaltung der Zielgesellschaft grundsätzlich zur Neutralität gegenüber dem Angebot des Bieters verpflichtet, steckt den rechtlichen Kompetenzrahmen ab, innerhalb dessen sich der Vorstand in der Angebotssituation bewegen darf. Freilich wird das Neutralitätsgebot weitgehend durch Ausnahmen aufgeweicht.[151]

(3) Arbeitnehmer der Zielgesellschaft

Grundsätzlich werden den Arbeitnehmern der Zielgesellschaft durch die Vorschriften des WpÜG keine eigenen Rechte im Zuge eines Wertpapiererwerbsangebots eingeräumt.[152] Demzufolge erwachsen ihnen auch keine unmittelbaren Rechte aus der Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Dennoch kommt deren Inhalt und damit vor allem den vom Bieter darzulegenden Absichten in Bezug auf die zukünftige Geschäftstätigkeit im Falle eines erfolgreichen Angebots eine große wirtschaftliche Bedeutung für die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft zu. Besonders deutlich wird dies, wenn der Bieter ankündigt, zukünftige Standorte schließen oder Arbeitsplätze abbauen zu wollen. Aus diesem Grund können die Arbeitnehmer als Primäradressaten der Angebotsunterlage angesehen werden, was durch die gesetzlich in §§ 10 Abs. 5 Satz 2 und 14 Abs. 4 Satz 2 WpÜG vorgesehenen Pflichten zur Unterrichtung der Arbeitnehmer flankiert wird.

Im Übrigen wurde aber auf die Implementierung eines weiter gehenden Schutzes der Beschäftigten im WpÜG verzichtet, obgleich dies während des Gesetzgebungsverfahrens verschiedentlich angeregt wurde.[153] Entsprechende Vorschläge betrafen bspw. ein Vetorecht des Betriebsrats der Zielgesellschaft bzw. der für diese zuständigen Gewerkschaft sowie die

[151] *Fleischer* NZG 2002, 545, 547; weiter führend hierzu vor allem *Drygala* ZIP 2001, 1861; *Winter/Harbarth* ZIP 2002, 1; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 33 Rn. 1ff.
[152] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 45, 40.
[153] Vgl. vor allem den Antrag der Abgeordneten Ursula Lötzer, Rolf Kutzmutz, Eva-Maria Bulling-Schröter, Kersten Naumann, Gerhard Jüttemann, Dr. Winfried Wolf und der PDS-Fraktion vom 20.05.200, BT-Drucks. 14/3394.

Möglichkeit, einen so genannten Fusionstarifvertrag abzuschließen, in dem die Zukunft der Beschäftigten zwischen der Gewerkschaft und dem Bieter verbindlich hätte festgelegt werden können.[154] Diese Vorschläge wurden im Gesetzgebungsverfahren allerdings nicht umgesetzt.

*bb) Sekundäradressaten*

Neben den Primäradressaten gibt es auch Sekundäradressaten, für die die in der Angebotsunterlage niedergelegten Informationen von spezieller Bedeutung sind, ohne dass die Veröffentlichung selbst deren rechtliche oder wirtschaftliche Position unmittelbar berührt.

(1) BAFin

Die Übermittlung der Angebotsunterlage an die BAFin gem. § 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ist als Antrag auf Gestattung von deren Veröffentlichung anzusehen.[155] Der Inhalt der Angebotsunterlage wird dabei allerdings nur bedingt überprüft, da die Behörde nur eine formelle Evidenzkontrolle vornimmt, mithin das Angebot materiell nur auf offensichtliche Gesetzesverstöße hin überprüft.[156] Da die BAFin insoweit nur ihrer Aufsichtsfunktion im öffentlichen Interesse (§ 4 Abs. 2 WpÜG) nachkommt, lässt sich nicht davon sprechen, dass die Übermittlung der Angebotsunterlage für sie individuelle Rechte oder Pflichten begründet oder sie dadurch wirtschaftlich unmittelbar betroffen wird.

(2) Aktionäre bzw. Anteilseigner des Bieters

Von besonderer Bedeutung sind sowohl das Angebot an sich als auch Angaben in der Angebotsunterlage für die Anteilseigner des Bieters, wenn es sich bei diesem um eine Gesellschaft handelt. Gleichwohl sieht das WpÜG deren spezielle Berücksichtigung nicht vor. Grundsätzlich richtet sich diese daher nach den je nach Rechtsform des Bieters geltenden gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen.

---

[154] BT-Drucks. 14/3394 (Fn. 153), S. 3.
[155] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 14 Rn. 4.
[156] Siehe dazu auch unten 1. Teil C.III.1.a), S. 152.

Sofern es sich bei dem Bieter um eine Aktiengesellschaft handelt und als Gegenleistung Bieter-Aktien angeboten werden, führt dies zu einer Verwässerung der Anteile der bisherigen Aktionäre des Bieters. Dies betrifft in erster Linie das Stimmrecht, aber bspw. auch den Dividendenanspruch. Gleichwohl ist der Schutz der Aktionäre des Bieters aktienrechtlich ausgestaltet und dem Angebot vorgelagert: Denn für die für die Finanzierung des Angebots durch Bieteraktien regelmäßig notwendige Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts ist eine Zweidrittelmehrheit erforderlich (vgl. § 186 Abs. 2 Satz 3 AktG).

(3) Bereichsöffentlichkeit im Sinne des § 15 WpHG

Zuletzt dient die Veröffentlichung noch der Unterrichtung der am Kapitalmarkt agierenden Personenkreise, damit diese in angemessener Weise darauf reagieren können. Gleichzeitig verhindert die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit, dass einzelne Personen besser über das Angebot informiert sind und auf diese Weise ungerechtfertigt Kapital aus den ihnen bekannten Daten schlagen können. Auf diese Weise wird potenzielles Insiderwissen offengelegt, was effektiv einen drohenden Insiderhandel zu verhindern hilft. Insbesondere öffentliche Übernahmeangebote bieten tendenziell ein erhebliches Gefahrenpotenzial für unerwünschten und in §§ 12ff. WpHG unter Strafe gestellten Insiderhandel.

### *f) Das Dilemma des Bieters bei der Ausgestaltung der Angebotsunterlage*

Die Informations- und Werbezwecke der Angebotsunterlage in ihrer Funktion als Erwerbsprospekt schlagen sich nieder bei deren Ausgestaltung im Einzelfall. Neben der Erfüllung der gesetzlichen Angabepflichten aus § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO wird sich der Bieter in erster Linie von seinen mit dem Angebot verfolgten Zielen bei der Ausgestaltung der Angebotsunterlage leiten lassen.

#### *aa) Der strukturelle Unterschied zwischen Erwerbs- und Veräußerungsprospekten*

Strukturell besteht zwischen einem Erwerbsprospekt und einem Veräußerungsprospekt ein erheblicher Unterschied, der mit dem personellen Unterschied zwischen der Parteirolle als Erwerber bzw. Käufer auf der einen und Veräußerer bzw. Verkäufer auf der anderen Seite einer vertraglichen Beziehung darstellt. Während der Verkäufer tendenziell dazu neigen wird, das von ihm angebotene Produkt besonders anzupreisen, um einen möglichst hohen Preis

hierfür zu erzielen, steht der Käufer vor einem Problem: Da es sich bei seinem angebotenen Produkt um Geld und damit um ein qualitativ homogenes Gut handelt, ist er tendenziell darauf angewiesen, den Wert der angestrebten Gegenleistung herabzusetzen, wenn er einen günstigen Preis erzielen will. Hierbei bleibt er aber nur dann glaubwürdig, wenn gleichzeitig verständlich bleibt, warum das Gut erworben werden soll. Vor einem vergleichbaren Glaubwürdigkeitsproblem steht der Verkäufer hingegen nie, da sich die Versilberung einer Sache stets glaubwürdig begründen lässt.

Dieses strukturelle Ungleichgewicht zwischen den abstrakten Parteirollen als Käufer oder Verkäufer ist der Grund, warum das BGB keine spezielle Haftung des Käufers einer Sache für Falschangaben oder arglistige Täuschungen bezüglich des Kaufgegenstands vorsieht, obgleich solche Vorschriften zu Lasten des Verkäufers in Form von Gewährleistungsregeln zu finden sind.

*bb) Interesse des Bieters am Erfolg des Angebots*

Bei öffentlichen Angeboten ist der Bieter daran interessiert, dass der geplante Erwerb der Zielgesellschaft erfolgreich verläuft. Dieser Erfolg wäre jedoch gefährdet, wenn der Bieter den Wert der Zielgesellschaft negativ darstellen würde, da es dann seinem Angebot an Glaubwürdigkeit mangelt. Der Bieter muss also schon bei der Ausgestaltung der Angebotsunterlage darauf achten, dass hinreichend deutlich wird, aus welchen wirtschaftlichen Gründen er den Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft anstrebt. In der Regel wird er versuchen, seine Erwerbsinteresse mit erhofften Synergieeffekten zu begründen.

*cc) Interesse des Bieters an einem möglichst lukrativen Wertpapiererwerb*

Um das Interesse an einem möglichst lukrativen Wertpapiererwerb nicht zu gefährden, darf er die wirtschaftlichen Vorteile, die er sich durch den Unternehmenserwerb auf der Metaebene verspricht, aber auch nicht zu positiv darstellen. Denn dann könnten die angesprochenen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft das Angebot ablehnen, um an diesen Vorteilen partizipieren zu können. Wegen der fehlenden Möglichkeit der Kollektiventscheidung auf Seiten der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft könnte auf diese Weise das Angebot scheitern, weil sich zu viele Wertpapierinhaber abwartend verhalten.

Auf Grund dieses Spannungsverhältnisses droht bei Angebotsunterlagen, anders als bei Verkaufsprospekte, eine viel geringere Gefahr der Falschinformierung der angesprochenen Wertpapierinhaber. Dies lässt es als zweifelhaft erscheinen, warum § 12 WpÜG dennoch dieselbe Rechtsfolge an fehlerhafte Angaben knüpft wie bei Verkaufsprospekten.

*dd) Besonderheiten bei Pflichtangeboten*

Bei Pflichtangeboten kann das Interesse an einem wirtschaftlichen Erfolg des Angebots fehlen, weil der Bieter bereits die (vermutete) Kontrolle innehat und zwar seine gesetzliche Pflicht aus § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG erfüllen will, gleichzeitig aber aus Gründen der Kostenreduzierung sein Angebot unattraktiv ausgestaltet.[157] Auch dann fehlt es aber an der Gefahr der unsachlichen Ausgestaltung der Angebotsunterlage: Denn die Attraktivität des Angebots steht und fällt mit der Höhe der angebotenen Gegenleistung, deren Angemessenheit aber nicht durch § 12 WpÜG, sondern durch § 31 WpÜG, der Mindestgrenzen hinsichtlich Art und Höhe der anzubietenden Gegenleistung enthält, gewährleistet werden soll. Stellt der Bieter die wirtschaftliche Situation der Zielgesellschaft zu positiv dar, um Wertpapierinhaber dazu zu verleiten, im Interesse einer Partizipation daran ihre Wertpapiere zu halten, so kommen für sie Ansprüche aus § 12 WpÜG nicht in Betracht, weil diese gerade die Annahme des Angebots voraussetzen.[158]

*ee) Besonderheiten bei Tauschangeboten*

Weitere Besonderheiten gelten bei Tauschangeboten, also öffentlichen Angeboten auf den Erwerb von Wertpapiere der Zielgesellschaft, bei denen als Gegenleistung – ggf. alternativ – andere Wertpapiere angeboten werden.[159] Hier nimmt der Bieter sowohl die Rolle als potenzieller Erwerber als auch als potenzieller Veräußerer ein. Ähnlich wie bei Verkaufsprospekten droht dann tendenziell auch eine zu positive Darstellung der angebotenen Wertpapiere. Hier ist eine Haftung ohne weiteres gerechtfertigt, da die Schutzbedürftigkeit der Wertpapierin-

[157] Auch bei einem Pflichtangebot kann der Bieter ein Interesse an dessen Erfolg haben, siehe dazu schon oben 1. Teil B.III.2.b)bb), S. 43.
[158] Siehe dazu unten 2. Teil C.II, S. 144ff.
[159] Zu dem notwendigen Inhalt einer Angebotsunterlage und deren Funktion bei Tauschangeboten siehe gleich 1. Teil B.III.3, S. 64ff.

haber nicht schon mit dem Erhalt der Gegenleistung endet, sondern mit der Wertentwicklung der erhaltenen Wertpapiere grundsätzlich in die Zukunft fortwirkt.

### 3. Die Angebotsunterlage als Veräußerungsprospekt

Während jede Angebotsunterlage stets die Funktionen als Vertragsangebot und als Erwerbsprospekt hat, kann in speziellen Fällen noch eine dritte Funktion hinzutreten, die ihr zukommt, wenn das Übernahme- oder Pflichtangebot als Tauschangebot ausgestaltet ist. Sie erfüllt dann die Funktion eines Verkaufs-, besser: Veräußerungsprospekts. Gemäß § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG kann die vom Bieter angebotene Gegenleistung für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft ihrerseits in liquiden Aktien bestehen, die zum Handel an einem organisierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums zugelassen sind. Solch ein Tauschangebot ist bei Übernahme- und Pflichtangeboten sowohl kumulativ als auch alternativ möglich. Nur, wenn die weiteren Voraussetzungen des § 31 Abs. 3 WpÜG vorliegen, ist stets (ausschließlich oder zusätzlich) ein Barangebot zu machen.[160] Dies ist dann notwendig, wenn entweder innerhalb von drei Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung mindestens fünf Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft oder ab Entscheidungsveröffentlichung während des Angebotsverfahrens mindestens ein Prozent der Stimmrechte gegen eine Geldleistung erworben werden. Stets ist es dem Bieter möglich, neben einer Geldleistung in Euro und/oder liquiden Aktien weitere Gegenleistungen anzubieten (etwa Optionsscheine).[161]

Liegt nun ein solches Tauschangebot vor, so ist mit dem angestrebten Erwerb von Aktien gleichzeitig die im Synallagma dazu stehende Veräußerung von Aktien verbunden. Dadurch wird das öffentliche Erwerbsangebot mit einem gleichzeitigen öffentlichen Veräußerungsangebot im Sinne des § 1 VerkProspG verknüpft. Allerdings wird in der verkaufsprospektrechtlichen Literatur unter einem öffentlichen Angebot lediglich ein Verkaufsangebot verstanden, so dass danach ein Prospekt nicht zu erstellen wäre.[162] Dafür scheint zwar der

---

[160] Der im Gesetzgebungsverfahren eingebrachte Vorschlag, bei Pflichtangeboten stets eine generelle Verpflichtung zum Angebot einer Gegenleistung in bar vorzusehen, konnte sich nicht durchsetzen, BT-Drucks. 14/3394 (Fn. 153), S. 4.
[161] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 55.
[162] Vgl. *Hamann* in Schäfer § 1 VerkProspG Rn. 6; *Hüffer* VerkProspG, S. 15; wohl auch *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 25ff., die öffentliche Tauschangebote allerdings nicht untersucht.

Name des Gesetzes zu sprechen, doch enthält § 1 VerkProspG keine Einschränkung hinsichtlich der schuldrechtlichen Qualifikation des auf Grund des öffentlichen Angebots letztlich geschlossenen Vertragstyps. Für die Annahme, dass auch öffentlich zum Tausch angebotene Wertpapiere unter das VerkProspG fallen, spricht zudem der Umkehrschluss aus der mit dem WpÜG aufgenommenen Neuregelung in § 4 Abs. 1 Nr. 9 VerkProspG, wonach eine Prospektpflicht entfällt, wenn die Wertpapiere im Rahmen eines Angebots nach dem WpÜG angeboten werden.

#### *a) Integrierter Veräußerungsprospekt*

§ 11 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 2 Satz 1 WpÜAngVO schreibt vor, dass der Bieter Angaben nach § 7 VerkProspG machen muss, wenn Wertpapiere als Gegenleistung angeboten werden. Der in § 2 Nr. 2 WpÜAngVO verwendete Wertpapierbegriff deckt sich nicht mit der Wertpapierdefinition des § 2 Abs. 2 WpÜG, sondern entspricht dem des VerkProspG.[163] Bei Übernahme- oder Pflichtangeboten stimmen allerdings beide Begriffe weitgehend überein, weil dort zwingend entweder eine Geldleistung in Euro oder liquide Aktien angeboten werden müssen. Liquide Aktien unterfallen beiden Wertpapierbegriffen. Allerdings können auch bei Übernahme- oder Pflichtangeboten zusätzlich andere Wertpapiere als Aktien angeboten werden (etwa Fondsanteile), für die dann § 2 Nr. 2 WpÜAngVO gilt, obwohl diese Wertpapiere nicht von der Legaldefinition in § 2 Abs. 2 WpÜG erfasst werden.

#### *b) Angaben nach § 7 VerkProspG i.V.m. § 2ff. VerkProspVO*

§ 2 Nr. 2 1. Halbsatz WpÜAngVO verpflichtet den Bieter bei Wertpapiertauschangeboten, Angaben gem. § 7 VerkProspG i.V.m. §§ 2ff. VerkProspVO in die Angebotsunterlage aufzunehmen, sofern nicht innerhalb der letzten 12 Monate vor deren Veröffentlichung bereits ein Verkaufs-, oder Börsenzulassungsprospekt bzw. ein Unternehmensbericht in deutscher Sprache im Inland bezüglich der anzubietenden Wertpapiere veröffentlicht wurde. Es handelt sich hierbei um eine Rechtsfolgenverweisung,[164] so dass die Anwendbarkeit des VerkProspG

---

[163] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 1 Rn. 16 und § 11 Rn. 30. Zum verkaufsprospektrechtlichen Wertpapierbegriff siehe *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 4ff.

[164] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 48. Aus diesem Grunde ist es auch nicht möglich, die nach § 2 Abs. 1 Satz 3 VerkProspVO vorgesehene Möglichkeit der Veröffentlichung des Verkaufsprospekts in einer anderen Sprache mit Zustimmung der BAFin vorzunehmen, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 32.

auf öffentliche Tauschangebote nach dem WpÜG nicht gesondert zu prüfen ist.[165] Die Angebotsunterlage muss diejenigen veräußerungsbezogenen Angaben enthalten, die notwendig sind, um dem Publikum, also den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und die als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere zu ermöglichen (§ 7 Abs. 1 VerkProspG, § 2 Abs. 1 VerkProspVO). Diese verkaufsprospektrechtlichen Grundsätze sind von den schon in § 11 Abs. 1 Sätze 2 bis 4 WpÜG niedergelegten Grundsätzen der Prospektwahrheit und -klarheit umfasst.[166]

Sind die Wertpapiere noch nicht zum Handel an einer Börse zugelassen, so unterscheidet der Gesetz- bzw. Verordnungsgeber anders als in § 5 VerkProspG nicht danach, ob zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage ein entsprechender Börsenzulassungsantrag bereits gestellt worden ist. Eine daran anknüpfende und dem Verhältnis von § 5 zu § 7 VerkProspG entsprechende Differenzierung wäre zumindest für den Fall einer bereits beantragten Zulassung der anzubietenden Wertpapiere zum Amtlichen Handel sinnvoll gewesen: Denn dann hätte der Bieter schon in seine Angebotsunterlage die nach §§ 13 bis 40 BörsZulVO notwendigen Angaben aufnehmen müssen, die inhaltlich erheblich umfangreicher sind als die nach §§ 2ff. VerkProspVO.[167] Gleichwohl wird der Bieter schon aus Kostengründen die nach §§ 13 bis 40 BörsZulVO notwendigen Angaben in seine Angebotsunterlage aufnehmen, da er dann hinsichtlich des im Zuge der Zulassung zu erstellenden Börsenzulassungsprospekts mit einer Befreiung von der Prospektpflicht durch die Börsenzulassungsstelle gem. § 45 Nr. 1 lit. b) BörsZulVO rechnen kann, weil die Wertpapiere im Zuge eines öffentlichen Umtauschangebots ausgegeben werden.[168]

Wurde hingegen ein Antrag auf Zulassung zum Geregelten Markt gestellt, so ist die fehlende Differenzierung unschädlich, da sich der Mindestinhalt des dann zu erstellenden Unternehmensberichts wegen des Verweises in § 51 Abs. 1 Nr. 2 BörsG ebenfalls nach §§ 2ff. VerkProspVO richtet.[169]

§§ 2ff. VerkProspVO gibt einen umfangreichen Katalog notwendiger Angaben vor:

---

[165] Zu dieser Frage siehe unten 3. Teil B.I.1.c), S. 236ff.
[166] Siehe dazu oben 1. Teil B.III.2.d)bb), S. 48.
[167] Vgl. auch *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 48.
[168] Vgl. zu diesem Themenkomplex und im Zusammenhang mit konkurrierenden Ansprüchen zu § 12 WpÜG unten 3. Teil B.I.1.a)bb), S. 234ff.
[169] Ebenso *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 49.

### *aa) Emittentenbezogene Angaben*

Der Emittent der Wertpapiere im Sinne der §§ 5ff. VerkProspVO muss nicht mit dem Bieter identisch sein.[170] Denn das WpÜG enthält keine Vorschrift, auf Grund derer die Finanzierung des Angebots nur durch Wertpapiere erfolgen darf, die der Bieter selbst ausgibt. Dies ergibt sich schon aus dem Umstand, dass § 2 Abs. 4 WpÜG bei der Bestimmung des Bieterbegriffs rechtsformoffen ist. Gleichwohl wird eine Identität von Bieter und Emittent in den häufigsten Fällen öffentlicher Tauschangebote gegeben sein: Denn die einfachste Finanzierungsform des Erwerbs der Wertpapiere der Zielgesellschaft besteht in dem Angebot von Aktien des Bieters, die aus einer Kapitalerhöhung stammen. Sind Bieter und Emittent identisch, so werden einige Voraussetzungen der §§ 5ff. VerkProspVO schon durch die Erfüllung der Pflichten aus § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO erfüllt sein. Doppeltangaben sind zur besseren Verständlichkeit in aller Regel zu vermeiden.[171] So ist es bspw. nicht notwendig, dass der Bieter als Anbieter der zum Tausch angebotenen Wertpapiere gem. § 2 Abs. 2 VerkProspVO die Angebotsunterlage mehrmals unterzeichnet.

#### (1) Identitätsangaben

§ 5 VerkProspVO schreibt umfangreiche Identitätsangaben hinsichtlich des Emittenten vor. Darzustellen sind Firma, Sitz und Rechtsform, Gründungsdatum, Registereintragung und zuständiges Registergericht sowie der Unternehmensgegenstand. Hat der Emittent seinen Sitz im Ausland, so sind Angaben zu der maßgeblichen nationalen Rechtsordnung aufzunehmen. Handelt es sich bei dem Emittenten um eine Kommanditgesellschaft auf Aktien, bzw. einer nach ausländischem Recht vergleichbaren Rechtsform, so muss gem. § 5 Nr. 3 VerkProspVO die Struktur des persönlich haftenden Gesellschafters erläutert werden.

§ 5 Nr. 6 VerkProspVO schreibt schließlich vor, dass eine kurze Konzerndarstellung erforderlich ist, wenn der Emittent in einen solchen eingebunden ist. Bedeutsam ist diese Angabe für Fälle, in denen als Bieterin eine eigens hierfür gegründete Erwerbsgesellschaft fungiert und

---

[170] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 45; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 31. Zu einem Fall aus der Praxis (Vereins- und Westbank AG/Bayerische Hypotheken und Wechsel-Bank AG/Allianz AG-Aktien) siehe *Geibel* a.a.O. Rn. 51.

[171] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 47; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 33. Für einen Spezialfall (Angaben, die im beigefügten Jahresabschluss schon enthalten sind) erwähnt § 2 Abs. 3 VerkProspVO diesen Grundsatz ausdrücklich.

als Gegenleistung Aktien dieser Erwerbsgesellschaft angeboten werden: Sofern man in solchen Konstellationen nicht ohnehin die Muttergesellschaft als Bieterin im materiellen Sinn ansieht,[172] ist jedenfalls durch § 5 Nr. 6 VerkProspVO sichergestellt, dass die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft über das Mutterunternehmen Informationen erlangen. Denn je nach Ausgestaltung der Transaktion kann es dazu kommen, dass die Erwerbsgesellschaft in den Konzern integriert bleibt und die annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft Minderheitsgesellschafter im Bieterkonzern nach Durchführung der Transaktion werden.

(2) Angaben zur Eigenkapitalstruktur

Darzustellen ist gem. § 6 Abs. 1 VerkProspVO die Eigenkapitalstruktur des Emittenten. Hierzu sind Angaben zur Höhe des gezeichneten Kapitals sowie zur Zahl der Anteile, in die das Eigenkapital aufgeteilt ist, zu machen. Sofern Aktien zum Tausch angeboten werden, wie es bei öffentlichen Tauschangeboten nach dem WpÜG regelmäßig wegen § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG der Fall sein wird, müssen des Weiteren Ausführungen zu dem Nennbetrag eines eventuell von der Hauptversammlung beschlossenem genehmigtem (§§ 202ff. AktG) oder bedingtem Kapital (§§ 192ff. AktG) gemacht werden. Bei genehmigtem Kapital wird der Vorstand zur Erhöhung des Kapitals für einen Zeitraum von längstens fünf Jahren ermächtigt, während das zweckgebundene bedingte Kapital unmittelbar zu einer Erhöhung des Grundkapitals mit Ausgabe der Bezugsaktien (§ 200 AktG) führt.[173] Hierbei muss dargestellt werden, wem insofern Bezugsrechte eingeräumt worden sind oder ob das Bezugsrecht ausgeschlossen wurde. Diese Angabe ist erforderlich, um den annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ein klares Bild darüber zu verschaffen, ob in der Zukunft ggf. eine Verwässerung ihres Anteils durch eine spätere Kapitalerhöhung unter Ausschluss ihres Bezugsrechts droht. Anzugeben ist darüber hinaus die konkrete Dauer des Ermächtigungsbeschlusses.

Des Weiteren sieht § 6 Abs. 2 Nr. 2 VerkProspVO vor, dass Wertpapiere, die von dem Emittenten ausgegeben wurden, ohne einen Kapitalanteil zu repräsentieren, aufzulisten sind.

[172] Siehe dazu unten 2. Teil C.I.2.c)aa), S.138.
[173] Offenbar irrtümlich genau andersherum *Lenz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 6 VerkProspVO Rn. 6.

Hierzu zählen bspw. Genussscheine, also vor allem Wertpapiere, auf Grund derer den Emittenten eine schuldrechtliche Verpflichtung gegenüber deren Inhaber trifft.[174]

Zuletzt müssen Angaben zu Aktionären des Emittenten gemacht werden, die einen beherrschenden Einfluss auf diesen ausüben können. Es kommt hierbei nicht darauf an, ob der beherrschende Einfluss auch tatsächlich ausgeübt wird, die Möglichkeit hierzu genügt. Zum Begriff des beherrschenden Einflusses kann auf § 17 AktG zurückgegriffen werden: Es kommt dabei nicht auf die abstrakte Beteiligungshöhe an, sondern auf die faktische Einflussmöglichkeit, die vor allem bei börsennotierten Aktiengesellschaften schon bei einem geringen Anteil an den Stimmrechten zu bejahen sein kann.[175] § 6 Abs. 2 Nr. 3 VerkProspVO stellt die Angabepflicht unter den Vorbehalt der tatsächlichen Kenntnis von der Identität des beherrschenden Aktionärs. Handelt es sich bei der Gegenleistung des Bieters um eigene Aktien, so wird der Bieter beherrschende Aktionäre jedenfalls dann kennen, wenn entweder Namensaktien ausgegeben sind, oder der jeweilige Aktionär seine Beteiligungshöhe nach § 21 WpHG veröffentlicht oder nach §§ 20 Abs. 7, 21 Abs. 4 AktG der Gesellschaft angezeigt hat.

(3) Angaben zur Geschäftstätigkeit und zu den Geschäftsaussichten

Bei den notwendigen Angaben zu den wichtigsten Tätigkeitsbereichen muss der Bieter diejenigen Geschäftsfelder des Emittenten darstellen, die erheblich zum Gesamtumsatz beitragen. Als Richtlinie wird in der Literatur von einem Anteil in Höhe von 10 Prozent ausgegangen.[176] Der angesprochene Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft muss sich ein Bild davon machen können, in welchem wirtschaftlichem Umfeld der Emittent aktiv ist, um auf diese Weise die Wertentwicklung der angebotenen Wertpapiere besser prognostizieren zu können. Aus diesem Grund müssen die Tätigkeitsbereiche hinreichend spezifiziert werden, so dass es nicht genügt, nur die Branche anzugeben, innerhalb derer die Tätigkeit ausgeübt wird.[177] Anzugeben sind darüber hinaus Abhängigkeitsverhältnisse, die sich aus wirtschaftlichen (und damit nicht gesellschaftsrechtlich vermittelten) Verbindungen ergeben. § 7 Abs. 1 Nr. 2 VerkProspVO zählt hierzu Patente, Lizenzen und Verträge sowie neue Herstellungsverfahren, soweit sie für die wirtschaftliche Tätigkeit von Bedeutung sind. Anzugeben sind darüber hinaus anhängige Ge-

[174] Vgl. *Lenz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 6 VerkProspVO Rn. 7.
[175] BGHZ 90, 381, 395f.; *Hüffer* AktG § 17 Rn. 8 m.w.N.
[176] Vgl. *Lenz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 7 VerkProspVO Rn. 5.
[177] Vgl. *Lenz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 7 VerkProspVO Rn. 4.

richts- oder Schiedsverfahren sowie Angaben zu laufenden Investitionen, soweit diese nicht in Finanzanlagen bestehen. Zuletzt ist gem. § 7 Abs. 2 VerkProspVO auf außergewöhnliche Ereignisse hinzuwiesen, die die Tätigkeit des Emittenten beeinflusst haben. Hierzu zählen etwa Naturkatastrophen oder Handelskrisen.[178]

Während § 7 VerkProspVO Angaben zur gegenwärtigen wirtschaftlichen Tätigkeit vor Augen hat, bestimmt § 11 VerkProspVO, dass allgemeine Ausführungen über die jüngste Geschäftsentwicklung des Emittenten sowie über die Geschäftsaussichten für mindestens das laufende Geschäftsjahr erforderlich sind. Diesen Anforderungen wird der Bieter gerecht, wenn er den Lagebericht des Emittenten beifügt, der im Rahmen der Rechnungslegung nach §§ 264 Abs. 1, 289 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1 HGB zu erstellen ist.[179]

(4) Angaben zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Sind Bieter und Emittent identisch, so kommt der Pflicht zur notwendigen Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage nach § 8 VerkProspVO keine eigenständige Bedeutung zu, da entsprechende Angaben schon nach § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpÜG in die Angebotsunterlage mit aufzunehmen sind.[180] Fehlt es an der Identität, so sind der Angebotsunterlage der letzte offengelegte Jahresabschluss – wobei dessen Stichtag nicht länger als 18 Monate zurückliegen darf – sowie zwischenzeitlich veröffentlichte Zwischenberichte beizufügen.[181] Sofern der Emittent einen Konzernabschluss erstellen muss, ist auch dieser mit aufzunehmen, ggf. zuzüglich eines Einzelabschlusses. Zuletzt sind sämtliche wesentlichen Änderungen seit dem Stichtag des letzten Jahresabschlusses anzugeben (§ 8 Abs. 3 VerkProspVO).

*bb) Wertpapierbezogene Angaben*

§ 4 VerkProspVO enthält einen umfassenden Katalog der hinsichtlich der angebotenen Wertpapiere zu machenden Angaben; viele der geforderten Angaben spielen allerdings im rechtlichen Zusammenhang mit öffentlichen Übernahme- und Pflichtangeboten keine Rolle.

---

[178] *Lenz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 7 VerkProspVO Rn. 16f.
[179] Ausführlich hierzu *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung Tb. 5, § 264 HGB Rn. 11ff.
[180] Siehe daher im Einzelnen oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(2)(iii), S. 57f.
[181] Ausführlich hierzu *Kopp* RIW 2002, 661.

(1) Art, Ausstattung, Stückzahl und Gesamtnennbetrag

Anzugeben ist zunächst die Art der Wertpapiere. Da es sich wegen § 31 WpÜG bei Übernahme- und Pflichtangeboten regelmäßig um Aktien handeln wird, sind insofern deren Gattung und deren Ausstattungsmerkmale mitzuteilen. Zu Letzterem zählen Angaben zur Dividenden- wie auch Stimmrechtsberechtigung.[182] Zu beachten ist der in § 31 Abs. 2 Satz 2 WpÜG verankerte Grundsatz der Äquivalenz der Aktiengattungen: Dieser besagt, dass den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft stimmberechtigte Aktien angeboten werden müssen, wenn auch die zu erwerbenden Aktien der Zielgesellschaft ein Stimmrecht vermitteln. Deshalb ist es dem Bieter nicht möglich, (ausschließlich) stimmrechtslose Vorzugsaktien als Gegenleistung für Stammaktien der Zielgesellschaft anzubieten.[183]

Neben der Art der angebotenen Wertpapiere muss der Bieter deren Stückzahl sowie deren Gesamtnennbetrag angeben. Darzustellen ist daher, wie viele Wertpapiere insgesamt im Zuge des Angebots als Gegenleistung angeboten werden und welchen Anteil das Gesamtvolumen am Grundkapital des Emittenten ausmacht. Werden Wertpapiere und Geld alternativ als Gegenleistung angeboten, so ist dennoch das Gesamtvolumen maßgeblich, da es zum Zeitpunkt der Erstellung der Angebotsunterlage naturgemäß nicht absehbar sein kann, wie viele der angesprochenen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft die Bar- und wie viele die Tauschgegenleistung wählen werden.

(2) Steuern

§ 4 Nr. 2 VerkProspVO schreibt umfassende Angaben zu Steuerbelastungen vor, die mit dem Erwerb der vom Bieter angebotenen Wertpapiere einher gehen können. Besondere Bedeutung kommt dieser Angabepflicht zu, wenn der Bieter bzw. der Emittent der Wertpapiere seinen Sitz im Ausland hat die Einkünfte aus den Wertpapieren einer ausländischen Quellensteuer unterliegen. Nicht erfasst sind von dieser Angabe solche Steuern, die beim Wertpapierinhaber im Zuge der Annahme des Angebots anfallen.[184] Hierzu zählt bspw. die Spekulationssteuer (§ 23 EStG), die fällig wird, wenn der Wertpapierinhaber durch die Annahme des Angebots

[182] *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 4 VerkProspVO Rn. 7.
[183] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 54.
[184] Siehe dazu auch oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(1)(ii), S. 51.

einen über dem Freibetrag von Euro 500,00 liegenden Veräußerungsgewinn erzielt und der ursprüngliche Erwerb der Wertpapiere der Zielgesellschaft nicht länger als ein Jahr zurückliegt.

(3) Handelbarkeit und Handelsmärkte

Des Weiteren muss der Bieter in seiner Angebotsunterlage dazu Stellung nehmen, ob und an welchen organisierten Märkten die Wertpapiere gehandelt werden können sollen. Gem. § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG sind bei Übernahme- und Pflichtangeboten Aktien anzubieten, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, der sich wegen der Legaldefinition in § 2 Abs. 7 WpÜG innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums befinden muss.

Wegen § 4 Nr. 3 VerkProspVO muss angegeben werden, wie die Wertpapiere übertragen werden können und ob ggf. die freie Handelbarkeit eingeschränkt ist. Diese Angabepflicht ist im Zusammenhang mit § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG zu sehen, wonach die angebotenen Aktien liquide sein müssen. Voraussetzung hierfür ist bereits, dass einer freien Handelbarkeit keine schwer wiegenden Hemmnisse entgegen stehen. Dargestellt werden müssen sowohl rechtliche als auch tatsächliche Hemmnisse für die freie Handelbarkeit. Die Angabepflicht aus rechtlicher Sicht hat z.B. Bedeutung, wenn vinkulierte Namensaktien als Gegenleistung angeboten werden: Hier muss der Bieter darlegen, dass deren wirksame Übertragung die Zustimmung des Emittenten erfordert. Werden diese Wertpapiere an einer Börse im Inland gehandelt, so setzt deren Zulassung allerdings schon voraus, dass der Emittent seine Zustimmung im Wege einer vorweggenommenen Blankozustimmung erteilt, die nur dann und im konkreten Einzelfall widerrufen werden kann, wenn der Gesellschaft durch die Übertragung ein schwerwiegender Schaden droht.[185]

Tatsächliche Einschränkungen hinsichtlich der Handelbarkeit können sich dann ergeben, wenn so genannte marktenge Wertpapiere angeboten werden. Da diese aber schon nicht die Voraussetzung der Liquidität aus § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG erfüllen,[186] kommt der Angabe-

[185] Demzufolge steht das Erfordernis der Liquidität aus § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG dem Angebot vinkulierter Namensaktien – wie sie aus aufsichtsrechtlichen Gründen vor allem bei Versicherungs-, Luftfahrt- oder Telekommunikationsunternehmen anzutreffen sind – nicht entgegen. Bekannteste Beispiele für eine Notierung in vinkulierten Namensaktien sind die *Deutsche Lufthansa AG* und die *Deutsche Telekom AG*.
[186] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 50.

pflicht nur dann Bedeutung zu, wenn bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten oder als alternative zusätzliche Gegenleistung bei Übernahme- oder Pflichtangeboten solche Wertpapiere angeboten werden. Eine Marktenge kann sich bspw. aus einer Zersplitterung der Notierung der Papiere an vielen organisierten Märkten[187] oder aus einem geringen Handelsvolumen ergeben.

(4) Ausgabepreis

§ 4 Nr. 12 VerkProspVO sieht vor, dass der Ausgabepreis für die angebotenen Wertpapiere anzugeben ist und in Ermangelung eines solchen – etwa, weil dieser im Wege des *bookbuilding*-Verfahrens ermittelt werden soll und daher noch nicht feststeht – Angaben zu dem Zeitplan für dessen Festsetzung. Dieser Angabepflicht kommt im Zusammenhang mit Übernahme- und Pflichtangeboten keine eigenständige Bedeutung zu: Denn zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage ergibt sich der Ausgabepreis der angebotenen Wertpapiere unmittelbar aus dem ermittelten Wert der zu erwerbenden Wertpapiere der Zielgesellschaft und damit aus dem festgelegten Umtauschverhältnis. Somit muss der Bieter bereits bei der Darlegung der für die Ermittlung der Gegenleistung angewandten Bewertungsmethoden gem. § 11 Abs. 4 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 3 WpÜAngVO ausführliche Angaben zu dem Ausgabepreis der angebotenen Wertpapiere machen, weil diese die Gegenleistung sind.

### *c) Fundstellenangabe; Zueigenmachen bereits veröffentlichter Prospekte*

Ist innerhalb der letzten 12 Monate vor Angebotsveröffentlichung ein Verkaufs-, oder Börsenzulassungsprospekt bzw. ein Unternehmensbericht im Inland erschienen, so genügt es, wenn der Bieter angibt, wo der entsprechende Prospekt erhältlich ist.[188] Eine vergleichbare befreiende Verweismöglichkeit enthält auch § 14 Abs. 3 VerkProspVO, von der in der Praxis bislang jedoch wenig Gebrauch gemacht worden ist.[189]

---

[187] So *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 4 VerkProspVO Rn. 11.
[188] Kritisch zu dem Zeitraum von 12 Monaten *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 51, der diesen offenbar für zu kurz hält.
[189] So *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 14 VerkProspVO Rn. 18. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass der Verkaufsprospekt auch Werbezwecke erfüllt und ein bloßer Verweis die Attraktivität des Angebots zu schmälern geeignet ist.

Die Fundstellenangabe ist eine Angabe im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG. Zweifelhaft ist jedoch hinsichtlich des Inhalts des bereits veröffentlichten Prospekts, ob dieser auch bei einem bloßen Verweis Inhalt der Angebotsunterlage wird. Man wird die dortigen Angaben als Angaben in der Angebotsunterlage ansehen müssen, selbst wenn der ursprüngliche Prospekt nicht der Angebotsunterlage beigefügt ist, sondern nur auf dessen Fundstelle verwiesen wird. Denn durch den Verweis macht sich der Bieter die dortigen Angaben zueigen. Anderenfalls käme man zu dem Wertungswiderspruch, dass derjenige Bieter, der einen existierenden Prospekt noch einmal, ggf. wortwörtlich, in die Angebotsunterlage übernimmt, nach § 12 WpÜG haftet, während der Bieter, der die gesetzliche Erleichterung nutzt, unter Umständen (schärfer) nach der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung – es geht ja um veräußerungsbezogene Angaben – haftet.[190] Dies würde die vom Gesetzgeber vorgenommene Erleichterung jedoch in ihr Gegenteil verkehren.[191] Ohnehin macht es bei der Bekanntmachung im Internet (§ 14 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 WpÜG) faktisch keinen Unterschied, ob die Angebotsunterlage in dem betreffenden elektronischen Dokument den früheren Prospekt mit enthält oder nur via Hyperlink darauf verweist, der ursprüngliche Prospekt also per Mausklick abgerufen werden kann.

Ein weiterer Umstand, der dafür spricht, dass auch bei einem Verweis auf einen existierenden Prospekt dessen Angaben als (neue) Angaben der Angebotsunterlage anzusehen sind, ergibt sich aus den speziellen Verjährungsregeln: Da der Prospekt bis zu zwölf Monate veröffentlicht sein darf, käme man in den Fällen, in denen der Bieter auch für die Richtigkeit des ursprünglichen Prospekts aus anderen spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbeständen haftet, zu einer unterschiedlichen Verjährung von Ansprüchen aus fehlerhaften veräußerungsbezogenen gegenüber fehlerhaften erwerbsbezogenen Angaben. Denn für erstere hätte der Lauf der Verjährung ja schon mit der ursprünglichen Prospektveröffentlichung begonnen.

---

[190] Da der Bieter nicht notwendig Verantwortlicher des existierenden Prospekts sein muss, ist nicht gewährleistet, dass ihm die Privilegierungen der übrigen spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbestände zugute kommen. Zu der Frage, wie in solchen Fällen das Konkurrenzverhältnis zu anderen Prospekthaftungstatbeständen beschaffen ist, siehe unten 3. Teil B.I.1.a)aa), S. 232f.

[191] Zur Frage möglicher Schutzlücken aus der Sicht der Anspruchsteller siehe unten 3. Teil B.I.1.a)aa), S. 232.

#### *d) Änderungsangaben*

Sofern der Bieter von der Erleichterung des § 2 Nr. 2 2. Halbsatz WpÜAngVO Gebrauch macht und auf einen bereits existierenden Prospekt verweist, hat er dennoch Angaben zu zwischenzeitlich eingetretenen wesentlichen Änderungen zu machen. Hierbei handelt es sich um eine speziell geregelte Aktualisierungspflicht hinsichtlich der veräußerungsbezogenen Angaben.[192] Wesentlich sind Änderungen immer dann, wenn sie die Beurteilung der angebotenen Wertpapiere zu beeinflussen geeignet sind.[193] Der Begriff der Wesentlichkeit ist daher weit zu fassen.[194] Die Änderungsangaben sind als Angaben im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG anzusehen.

## C. Funktion und Inhalt der Angebotsunterlage in anderen Rechtsordnungen

Im Folgenden sollen im Vergleich zu der deutschen Rechtslage die Funktionen und die Anforderungen an den Inhalt der der Angebotsunterlage vergleichbaren Dokumente in anderen Rechtsordnungen untersucht werden. Hierbei erfolgt eine Konzentration auf das Recht der USA und Großbritanniens sowie Österreichs.[195]

### I. USA

In den USA gibt es keine dem WpÜG vergleichbare umfassende Kodifikation des Übernahmerechts. Dies hängt zum einen mit dem dortigen *case law*-System zusammen, hat seine Ursachen aber zum anderen aber auch in der Mehrschichtigkeit der zu regelnden Sachver-

---

[192] Zu den Fragen einer Aktualisierungspflicht bei erwerbsbezogenen Angaben siehe unten 1. Teil C.III.1.e)cc), S. 160.

[193] Nach *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 35 sind wesentliche Änderungen immer solche, die gemäß § 15 WpHG ad-hoc-publizitätspflichtig wären. Solche Tatsachen bilden aber nur einen Ausschnitt der wesentlichen Änderungen.

[194] Der hier diskutierte Wesentlichkeitsbegriffs hinsichtlich zwischenzeitlich eingetretener Änderungen ist zu unterscheiden von dem im Rahmen des § 12 WpÜG anzutreffenden Tatbestandsmerkmal der „wesentlichen Angaben“, da letzteres schon den Bezug zu den potenziell Anspruchsberechtigten voraussetzt. Gleichwohl sind zwischenzeitliche Änderungen, deren Angabe oder Nichtangabe als wesentlich im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG anzusehen wären, stets auch wesentlich im Sinne des § 2 Nr. 2 2. Halbsatz WpÜAngVO. Siehe daher zu diesem Begriff auch unten 2. Teil C.III.2, S 161ff.

[195] Zu den Gründen für diese Auswahl siehe schon oben Einleitung C, S. 16.

halte: Während die Regelung der kapitalmarkt- und wettbewerbsrechtlichen Ebenen von Unternehmensübernahmen in die Bundeskompetenz fällt, ist der gesellschaftsrechtliche Regelungsbereich traditionell der einzelstaatlichen Kompetenz[196] zuzurechnen.[197] Gleichwohl sind die in dem hier interessierenden Zusammenhang wichtigen kapitalmarkrechtlichen Aspekte durch den *Williams Act* aus dem Jahre 1968 unter Ergänzung des *Securities Exchange Act (SEA)* aus dem Jahre 1934 um die secc. 13 (d) - (e) und 14 (d) - (f) SEA geregelt worden.[198] Übernahmeverfahren werden von der *Securities and Exchange Commission (SEC)* mit Sitz in Washington D.C. überwacht. Die SEC hat zu den gesetzlichen Regelungen im Laufe der Zeit einzelne *rules* erlassen.[199]

## 1. Grundsätzliche Unterschiede zum deutschen Regelungsrahmen

Der *Williams Act* und die sonstigen US-amerikanischen Regelungen unterscheiden sich in mehreren Punkten erheblich von denen des WpÜG:[200]

### *a) Übernahmeangebot und tender offer*

So kennt das US-amerikanische Übernahmerecht keine Differenzierung nach Angebotsarten, sondern regelt lediglich das so genannte *tender offer*, das in etwa dem Übernahmeangebot nach der deutschen Terminologie entspricht.[201] Auch hier ergeben sich aber erhebliche Unterschiede durch den Umstand, dass grundsätzlich keine börsenkursbezogenen Mindestpreisregelungen einzuhalten sind. Der Grund hierfür ist darin zu sehen, dass ohnehin kein wirtschaftlich vernünftig handelnder Bieter ein Angebot abgeben wird, das den Börsenkurs nicht

---

[196] Vgl. etwa *Busch*, Übernahmeangebote, S. 112; *Helmis* RIW 2001, 825, 826. Die Bundeskompetenz – vergleichbar der konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz nach Art. 74 GG – geht auf die so genannte *Commerce Clause* in Art. 1 § 8 cl. 3 der *Constitution of the United States of America* zurück, weil der Kapitalmarkt typischerweise auch den Handel zwischen den Einzelstaaten sowie den internationalen Handel zum Gegenstand hat, vgl. *Witt*, Übernahmen, S. 117f. und *Röhrich*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 114f. m.w.N.

[197] Die einzelstaatlichen Regelungen betreffen hauptsächlich Fragen der Abwehrmöglichkeiten des Managements der Zielgesellschaft und sonstige Erschwerungen von Übernahmen, sog. *antitakeover statutes*, vgl. *Röhrich*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 140ff.

[198] *Helmis* RIW 2001, 825, 826.

[199] Diese *rules and regulations* haben Gesetzeskraft, vgl. *Röhrich*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 117.

[200] Ausführlich zur Geschichte der US-rechtlichen Übernahmeregulierung vgl. *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 128ff.

[201] Zu den einzelnen Angebotsarten siehe oben Einleitung A, S. 2f.

deutlich übersteigt, da anderenfalls das *tender offer* erfolglos sein wird.[202] Gleichwohl ermöglicht sec. 14 (d)(7) *SEA* sämtlichen Aktionären der Zielgesellschaft, an einzelnen Mitaktionären gewährten Prämien zu partizipieren (sog. *best price rule*).[203] Die *best price rule* findet auch bei relevanten Nacherwerben im Sinne von § 31 Abs. 5 WpÜG Anwendung.[204] Anders als nach deutschem Recht können die annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft während der ersten 15 Werktage der Annahmefrist ohne Angabe von Gründen von dem Vertrag zurücktreten (sec. 14(d)(5) SEA und *rule* 14d-7).

#### *b) Pflichtangebot*

Der gravierendste Unterschied zwischen dem US-amerikanischem und dem deutschen Regelungsrahmen liegt darin begründet, dass das US-Recht grundsätzlich keine allgemeine Pflichtangebotsregelung kennt (sog. *mandatory bid*). Entsprechende rechtspolitische Diskussionen sind insoweit schon seit Längerem im Gange.[205] Auf Grund der vorrangig gesellschafts- bzw. konzernrechtlichen Rechtsnatur des Pflichtangebots[206] würde eine entsprechende Regelung wohl ohnehin in die Kompetenz der Einzelstaaten fallen.[207]

### 2. Verfahrensablauf

Bevor das *tender offer* gemacht werden kann, muss der Bieter das sog. 14D-1-Formular (*tender offer statement*) ausfüllen und bei der SEC einreichen. Das *statement* muss zudem der Zielgesellschaft, den Börsen, an denen Aktien von dieser gehandelt werden sowie etwaigen konkurrierenden Bietern zugesandt werden.[208] Gleichzeitig ist der Inhalt dieses Formulars in einer überregionalen Zeitung zu veröffentlichen, wobei es dem Bieter offen steht, ob er das

---

[202] Aus diesem Grund wird auch die Geltung von § 31 WpÜG für Übernahmeangebote kritisiert, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 2.
[203] Vgl. *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 664.
[204] So entschieden in *Field v. Trump*, 850 F.2d 938 (2d Cir.1988), vgl. auch *Jennings/ Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 664.
[205] *Helmis* RIW 2001, 825, 830.
[206] Vgl. zu der Rechtsnatur des Pflichtangebots nach deutschem Recht *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 19ff.
[207] Dem Pflichtangebot vergleichbare *cash out*-Regelungen gibt es bislang in drei Einzelstaaten, vgl. *Helmis* RIW 2001, 825, 832. Im Übrigen können solche Regelungen auch in der Satzung der Zielgesellschaft verankert sein, da das Recht der meisten Einzelstaaten keine dem § 23 Abs. 5 Satz 1 AktG ähnelnde Satzungsstrenge kennt.
[208] *Merkt* US-GesR Rn. 1086; *Helmis* RIW 2001, 825, 827.

gesamte *statement* publiziert oder nur eine abgekürzte Version.[209] Hierin ist aber anders als nach deutschem Recht noch nicht das Angebot zum Vertragsabschluss zu sehen. Vielmehr enthält die Veröffentlichung regelmäßig die Aufforderung an die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, sich die Angebotsunterlagen vom Bieter zusenden zu lassen.[210] Daran anschließend hat der Wertpapierinhaber die Möglichkeit, seine Aktien dem Bieter anzudienen.

### 3. Das *Tender Offer Statement* – Inhalt und Funktion

Inhaltlich entspricht das *tender offer statement* weitgehend dem Formular 13D, das jeder bei der SEC einreichen muss, der über die Börse mind. fünf Prozent des Grundkapitals einer börsennotierten Zielgesellschaft erwirbt oder direkt oder indirekt einen Anteil in mind. dieser Höhe hält.[211] Ein wichtiger Unterschied besteht aber darin, dass das 14D-1-Formular Angaben zur finanziellen Situation des Bieters sowie zur Finanzierung selbst enthalten muss. Innerhalb von zehn Tagen nach der Veröffentlichung des *tender offer* muss jeder aus dem Management der Zielgesellschaft, der gegenüber deren Aktionären eine (positive oder negative) Empfehlung hinsichtlich der Annahme des Angebots ausgibt,[212] das Formular 14D-9 bei der SEC einreichen, indem u.a. anzugeben ist, ob Interessenkonflikte bestehen und ob Verfahren oder Transaktionen im Zusammenhang mit dem *tender offer* anhängig sind, bei denen die Zielgesellschaft involviert ist.[213]

Das 14D-1-Formular umfasst eine Vielzahl von *items*, zu denen der Bieter genaue Angaben machen muss. Neben dem Inhalt des Angebots, Identitätsangaben zu Bieter und Zielgesellschaft, Angaben zu vorangegangenen Transaktionen bzw. Verhandlungen, an denen beide beteiligt waren, zu kartellrechtlichen Verfahren sowie zu anhängigen Rechtstreitigkeiten muss der Bieter Angaben zu sämtlichen, in seinem wirtschaftlichen Besitz stehenden Beteiligungen

---

[209] Sog. *summary publication* gem. *rule* 14d-4. In der Praxis wird die zusammengefasste Form bevorzugt, vgl. *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 661.
[210] *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 661.
[211] Mit der Einreichung des *tender offer statements* entfällt die Meldepflicht nach sec. 13(d).
[212] Da eine entsprechende Stellungnahme gem. *rule* 14e-2 gemacht werden muss, ist die Einreichung des Formulars 14D-9 letztlich doch obligatorisch.
[213] *Rule* 14d-9; vgl. auch *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 61.

an der Zielgesellschaft machen.[214] Hinzu kommen Angaben zur Finanzierung des Angebots,[215] zu der finanziellen Situation des Bieters, wenn es sich bei diesem nicht um eine natürliche Person handelt, und zu den mit dem *tender offer* verfolgten Absichten. Zu Letzterem zählen vor allem Angaben zu geplanten Umstrukturierungen, Umwandlungen (*business combinations*), Veräußerungen wesentlicher Vermögensbestandteile,[216] aber auch Veränderungen im Management der Zielgesellschaft. Insgesamt ergeben sich hinsichtlich des notwendigen Inhalts des *tender offer statements* keine besonderen Abweichungen zu dem der Angebotsunterlage nach § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO, wenn man einmal davon absieht, dass etwa Vorstrafen des Bieters nach US-Recht angegeben werden müssen.[217]

Bedeutsam ist in diesem Zusammenhang der Umstand, dass die Angaben sowohl in dem 14D-1 als auch in dem 14D-9 berichtigt und aktualisiert werden müssen, wenn sich wesentliche Veränderungen ergeben haben. Anders als nach deutschem Recht kennt das US-Recht offensichtlich keine Unterscheidung zwischen der Berichtigung anfänglicher Falschangaben und der Aktualisierung sich im Laufe des Verfahrens ändernder Tatsachen.[218]

Seiner Funktion dient das *tender offer statement* in erster Linie der kapitalmarktrechtlichen Offenlegung und damit vor allem dem (präventiven) Schutz vor unerwünschtem Insider-Handel. Insofern entspricht die Einreichung des Dokuments bei der SEC der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots an die BAFin und die Geschäftsführungen der betroffenen Börsen gem. § 10 WpÜG.[219] Gleichwohl dient das Formular auch der Informierung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft und bildet insofern die sachliche Entscheidungsgrundlage.

---

[214] Vgl. *Röhrich*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 134f.; ausführlich zu den Meldemodalitäten *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11. pp. 608 et seq.
[215] Zu Fragen einer Ausfallhaftung vergleichbar mit § 13 Abs. 2 WpÜG siehe unten 3. Teil D.III.4.a), S. 257.
[216] *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, p. 611.
[217] Vgl. *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, p. 627.
[218] Vgl. hierzu die Problematik im deutschen Recht, unten 2. Teil C.III.1.e)cc), S. 160f.
[219] Zu der präventiven Schutzwirkung des § 10 WpÜG im Zusammenspiel mit dem (repressiven) Insiderrecht vgl. ausführlich *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 10 Rn. 52ff.

## II. Großbritannien

Ähnlich wie im Vergleich zum US-Recht gibt es auch in Großbritannien einen zum WpÜG grundsätzlich abweichenden Regelungsrahmen. Dies betrifft allerdings nur den Weg der Regulierung und nicht so sehr den Inhalt der maßgeblichen Normen. In Großbritannien wird nämlich nach wie vor die Selbstregulierung von Übernahmen der staatlichen Regulierung vorgezogen, während dieser Weg in Deutschland mit dem Scheitern des Übernahmekodexes der Börsensachverständigenkommission aufgegeben wurde.[220]

### 1. Regelungsrahmen

Die maßgeblichen Regeln für öffentliche Angebote auf den Erwerb von Aktien einer Zielgesellschaft finden sich im *City Code on Take-overs and Mergers (*CCTM*)* sowie in den *Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (SARs)*.[221] Trotz deren Charakter als freiwilliger Verhaltenskodices[222] und damit trotz fehlender Gesetzeskraft[223] hat sich seit deren Erlass im Jahre 1968 eine ausgesprochen starke faktische Verbindlichkeit der einzelnen Regelungen herausgebildet.[224] Als gesetzliche Regelung sind noch secc. 428 – 430F des *Companies Act* zu erwähnen, die zwar mit „*Takeover Offers*“ überschrieben sind, inhaltlich aber die im deutschen Recht in §§ 327a ff. AktG niedergelegten Vorschriften zu Minderheitenausschlüssen zum Gegenstand haben (*Squeeze Out* oder *Compulsory Acquisition*).[225]

---

[220] Dazu schon oben Einleitung A, S. 1.

[221] Die *SARs* regeln solche Angebote, die nach deutschem Recht als einfache Wertpapiererwerbsangebote anzusehen wären, vgl. zu den Angebotsarten oben Einleitung A, S. 2. Die *SARs* haben darüber hinaus die in Deutschland im WpHG enthaltenen Meldepflichten zum Gegenstand. Ausführlich zum britischen Übernahmerecht siehe *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse, S. 256ff.

[222] Jede Gesellschaft, deren Anteile an der *London Stock Exchange* gelistet werden sollen, erkennt mit der notwendigen Unterzeichnung des sog. *listing agreements* auch die Geltung des *City Code* an, vgl. *Keenan*, Company Law, p. 473.

[223] *Halsbury´s Laws of England*, Companies, para 1198, p. 894.

[224] Vgl. *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 22f.; *Triebel/ Hodgson/Kellenter/Müller*, Englisches Handels- und Wirtschaftsrecht, Rn. 43; *Witt*, Übernahmen, S. 125.

[225] *Takeover Offers* meint in diesem Zusammenhang daher die (zwangsweise) Übernahme der *shares*, nicht der Zielgesellschaft. Der *Squeeze Out* nach englischem Recht knüpft allerdings an eine vorausgegangene Übernahme an, bei der das ursprüngliche Angebot zu einem Kapital- oder Stimmrechtsanteil in Höhe von 90 Prozent geführt hat, vgl. sec. 429 para. 1 *Companies Act*.

## 2. Verfahrensablauf

Öffentliche Angebote werden vom *Takeover Panel* mit Sitz in London beaufsichtigt. Das *Panel* ist vorwiegend mit Vertretern der Finanzwirtschaft besetzt.[226] Da es sich hierbei nicht um eine Behörde, sondern eine private Organisation handelt, kann das *Panel* keine hoheitlichen Zwangsmittel zur Einhaltung der Verfahrensvorschriften anwenden. Gleichwohl kommt den Entscheidungen und Stellungnahmen des *Takeover Panel* erhebliche mittelbare Zwangswirkung zu, weil solchermaßen geahndete Verstöße gegen den CCTM erstens zu einem erheblichen Glaubwürdigkeits- und damit Imageverlust in der Finanzwelt (*public censure*), zweitens zu einer Isolation durch die Abkehr von Finanzinstituten (*cold shoulder*) und drittens auf Betreiben des *Takeover Panel* zu einer Einstufung als ungeeignet für das Investmentgeschäft verbunden mit einem Entzug notwendiger Zulassungen durch die dann zuständige staatliche Behörde (Bsp: *Department of Trade and Industry*) führen können.[227] Diese Formen der „sanften Sanktionen" haben sich als äußerst effektiv erwiesen.[228] Die Stellungnahmen des *Takeover Panels* können gerichtlich überprüft werden, wenn ein vorheriger widerspruchsähnlicher Rechtsbehelf (*internal right of appeal*) vom *Appeal Committee* abgewiesen wurde.[229] Letzteres ähnelt dem Widerspruchsausschuss nach § 6 WpÜG.

Anders als nach deutschem Recht beginnt das Übernahmeverfahren damit, dass der Bieter den Vorstand der Zielgesellschaft (*board of directors*) gem. *Rule* 1 (a) CCTM über seine Absichten informiert und dieser dann im Anschluss daran gem. *Rule* 2.6 CCTM die Angebotsentscheidung dem *Takeover Panel* sowie seinen Aktionären mitteilen muss.

## 3. *The offer document* – Inhalt und Funktion

Ähnlich wie im deutschen Recht kennt auch der CCTM die Grundsätze der Prospektwahrheit und -klarheit. In *Rule* 23 CCTM werden die Anforderungen an den Inhalt des *offer document*

---

[226] Im Einzelnen zur Besetzung siehe *Defriez* in von Rosen/Seifert, Kapitalmarktrecht Bd. 2, S. 35.
[227] *Defriez* in von Rosen/Seifert, Kapitalmarktrecht Bd. 2, S. 37; *Halsbury´s Laws of England*, Companies, para 1199, p. 895. Schwächen haben sich in früherer Zeit aber bei der Sanktionierung ausländischer Gesellschaften gezeigt, vgl. *Schaaf* RIW 1985, 273, 274; *Sappideen*, J. Com. Bus. & Cap. Mkt. L. 8 (1986), 307.
[228] *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 23; *Morse*, Company Law, p. 603.
[229] *Halsbury´s Laws of England*, Companies, para 1199, p. 895; *Mayson/French/Ryan*, Company Law, p. 242; *Morse*, Company Law, p. 605.

ähnlich wie bei § 11 Abs. 1 WpÜG generalisierend umschrieben: *„Shareholders must be given sufficient information and advice to enable them to reach a properly informed decision as to the merits or dismerits of the offer.“* Diese Grundsätze konkretisierend enthält *Rule* 24 CCTM einen umfassenden Katalog von Angaben, die der Bieter in sein *offer document* aufnehmen muss.

### *a) Bieterabsichten*

*Rule* 24.1 CCTM verpflichtet den Bieter zur Offenlegung seiner Absichten bezüglich der Zukunft der Zielgesellschaft. Im Unterschied zu § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG bezieht *Rule* 24.1 lit. d) CCTM ausdrücklich Angaben zu den zukünftigen Beschäftigungsbedingungen sowohl bei der Zielgesellschaft als auch bei deren Tochterunternehmen mit ein.[230]

### *b) Veräußerungsbezogene Angaben*

Sofern es sich bei der Bieterin um eine *Company* im Sinne des *Companies Act* handelt und eigene Aktien, die an einer Börse oder dem *Alternative Investment Market* gehandelt werden, als Gegenleistung angeboten werden, stellt *Rule* 24.2 lit. a) CCTM einen umfangreichen Angabenkatalog auf, der weitgehend den veräußerungsbezogenen Angaben nach § 2 Nr. 2 WpÜAngVO i.V.m. § 7 VerkProspG entspricht und ebenso auf der Emissionsprospektrichtlinie basiert wie die deutsche Regelung. *Rule* 24.2 lit. c) CCTM stellt Bieter, die nicht als *Companies* im Sinne des *Companies Act* anzusehen sind, solchen gleich und verlangt ergänzende Angaben zu solchen Personen, die an dem Bieter zum Zwecke der Durchführung des Angebots oder an der Zielgesellschaft mit mehr als fünf Prozent des Grundkapitals beteiligt sind. Letztere Angabepflicht enthält das deutsche Recht nicht.

### *c) Erwerbsbezogene Angaben*

Sowohl bei Bar- als auch bei Tauschangeboten muss der Bieter darüber hinaus Identitätsangaben, Vertragsdurchführungsangaben machen und den Angebotsinhalt festlegen. Rule 24.2 lit. d) CCTM sieht vor, dass der durchschnittliche Börsenkurs der zu erwerbenden und

[230] Nach deutschem Recht können solche Angaben allerdings auch ohne deren explizite Erwähnung in § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 WpÜG notwendig sein, siehe dazu oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(2)(i), S. 55ff.

ggf. auch der anzubietenden Wertpapiere dargestellt werden muss, wobei hierfür der jeweilige Durchschnittskurs am ersten Geschäftstag eines Monats für die vergangenen sechs Monate zugrunde zu legen ist. Gleichzeitig ist das jeweilige Handelsvolumen anzugeben. Werden Wertpapiere als Gegenleistung angeboten, so sind gem. *Rule* 24.2 lit. d) (vii) CCTM ergänzende veräußerungsbezogene Angaben hinsichtlich etwaiger Dividenden- oder Zinsberechtigungen notwendig.

#### *d) Angaben zur Finanzierung*

*Rule* 24.2 lit. d) CCTM sieht vor, dass Angaben zur Finanzierung des Angebots gemacht werden müssen. Diese Angabepflicht entspricht weitgehend § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpÜG. Darüber hinaus gehend sieht die Regelung im CCTM allerdings vor, dass diejenigen Personen, die die Finanzierung unterschützen (etwa Banken durch Kredite) benannt werden müssen. Wird als Finanzierungsform ein *leveraged buy out* gewählt, so ist anzugeben, in welcher Form das Vermögen der Zielgesellschaft im Vorfeld des Angebots belastet werden soll. Bei Barangeboten muss dem *offer document* eine sog. *cash confirmation* beigefügt werden, in der eine geeignete Person (z.B. die Hausbank des Bieters oder ein Finanzdienstleister) die Sicherstellung der Finanzierung bestätigt (*Rule* 24.7 CCTM, vgl. § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG).[231]

#### *e) Angaben zu bestehenden Beteiligungen*

*Rule* 24.3 CCTM sieht ähnlich wie § 2 Nr. 5 WpÜAngVO vor, dass bereits bestehende direkte oder indirekte Beteiligungen des Bieters oder mit ihm gemeinsam handelnder Personen an der Zielgesellschaft offengelegt werden müssen. Bei Umtauschangeboten sind zusätzlich Angaben zu Beteiligungen am Bieter zu machen. Dies betrifft insbesondere Anteilseigner des Bieters, die gleichzeitig dessen Verwaltung angehören (*directors*) oder die gemeinsam handelnde Personen (*acting in concert*) sind. Gleichzeitig sind die Aktienerwerbe der betreffenden Anteilseigner offen zu legen, die innerhalb der letzten 12 Monate stattfanden und Aktien der Zielgesellschaft oder ggf. des Bieters betrafen (*Rule* 24.3 lit. c) CCTM). Diese Regelung dient dem präventiven Schutz vor unerlaubtem Insiderhandel.

[231] Zu Fragen einer Ausfallhaftung ähnlich § 13 Abs. 2 WpÜG bei scheiternder Finanzierung siehe unten 3. Teil D.III.4.b), S. 257.

### *f) Prospektfunktion*

Auch in Großbritannien wird das *offer document* als prospektähnliche Unterlage eingestuft.[232] Entsprechend hat das *Takeover Panel* gefordert, dass diese Unterlagen mit derselben Sorgfalt wie Prospekte erstellt werden müssen.[233] Ob dem *offer document* auch eine Vertragsangebotsfunktion zukommt, liegt in der Hand des Bieters. Sofern er ein so genanntes *pre-conditional offer* abgibt, das in etwa einer *invitatio ad offerendum* entspricht, so müssen nach der Auslegung von *Rule* 23 CCTM durch das *Takeover Panel* die Unterlagen zu diesem dieselben Angaben enthalten wie ein „echtes" *offer document*.[234]

## III. Österreich

Das österreichische Übernahmegesetz trat am 01. Januar 1999 in Kraft. Ähnlich wie in Deutschland der Fall *Mannesmann/Vodafone* war in Österreich – neben den Planungen zur europäischen Übernahmerichtlinie – die Übernahme der *Creditanstalt Bankverein AG* durch die *Bank Austria AG* Anlass zur Schaffung einer gesetzlichen Regelung.[235] Inhalt und Funktion der Angebotsunterlage sind vornehmlich in §§ 7ff. öÜbG geregelt.

### 1. Verfahrensablauf

Die in Deutschland von der BAFin wahrgenommene Aufsichtsfunktion wird in Österreich von der so genannten Übernahmekommission erfüllt, die gem. § 28 öÜbG mit Wirkung zum 01. Januar 1999 bei dem die Wiener Börse verwaltenden Börseunternehmen (Wiener Börse AG) eingerichtet wurde. Es handelt sich bei der Übernahmekommission um eine Körperschaft des öffentlichen Rechts: Sie ist als weisungsfreie Kollegialbehörde mit richterlichem Einschlag im Sinne von Art. 133 Nr. 4 öB-VG anzusehen.[236] Dieser richterliche Einschlag führt dazu, dass die Übernahmekommission zum Teil der Judikative zuzurechnen ist und gegen ihre

---

[232] *Morse*, Company Law, p. 605; deutlicher *Keenan*, Company Law, p. 471: „*The offer document [...] is a prospectus [...]*". Zur Prospektqualität der Angebotsunterlage im deutschen Recht siehe oben 1. Teil B.III.2.a), S. 38ff.
[233] *Panel Statement* im Fall *York Trust Ltd./Greenwood and Betley Ltd.* [1978] J.B.L. 68.
[234] Vgl. Notes on Rule 23 No. 2; abgedr. bei *Baums/Thoma*, Takeover Laws, UK 1, City Code, Section J, Rule 23.
[235] Siehe hierzu *Diregger/Winner* WM 2002, 1583; Einzelheiten des Falles finden sich bei *Winner*, Zielgesellschaft, S. 39ff.
[236] Vgl. *Huber/Löber* öÜbG § 28 Rn. 2.

Entscheidungen grundsätzlich kein weiterer gerichtlicher Instanzenzug gegeben ist.[237] Aus diesem Grund müssen drei der 12 Mitglieder der Übernahmekommission Richter sein (§ 28 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 öÜbG), von denen immer mindestens einer an der Entscheidungsfindung beteiligt ist. Im Übrigen werden drei Mitglieder (ein Vorsitzender und zwei stellvertretende Vorsitzende) im Einvernehmen von Bundesminister für Justiz und vom Bundesminister für Finanzen bestellt und jeweils drei weitere vom Bundesfinanzminister auf Vorschlag der Wirtschaftskammer Österreich und auf Vorschlag der Österreichischen Bundesarbeitskammer bestellt. Sämtliche Mitglieder müssen über die erforderlichen Kenntnisse auf den Gebieten des Kapitalmarkt- und Wertpapierwesens sowie des Gesellschaftsrechts und der Unternehmensbewertung verfügen (§ 28 Abs. 2 Satz 2 öÜbG), um die notwendige Fachkompetenz der Übernahmekommission sicherzustellen. Insgesamt ähnelt die Besetzung einer Mischung aus den nach deutschem Recht bei der BAFin einzusetzenden Beirat und Widerspruchsausschuss (§§ 5, 6 WpÜG).

### *a) Entscheidungsbekanntmachung*

Ähnlich wie nach § 10 WpÜG muss der Bieter gem. § 5 Abs. 3 Nr. 1 öÜbG die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots bekannt machen, wenn diese von Vorstand und Aufsichtsrat getroffen worden ist. Diese Gesetzesformulierung ist allerdings insofern ungeschickt gewählt, als der Bieter auch nach österreichischem Recht rechtsformunabhängig zu bestimmen ist, mithin also etwa auch eine natürliche Person als solcher auftreten kann.[238] Es kommt im Ergebnis auch nach österreichischem Recht darauf an, wie der Entscheidungsbildungsprozess beim Bieter vonstatten geht.[239] Die Bekanntmachung der Entscheidung wird ähnlich wie im deutschen Recht gem. § 35 Abs. 1 Satz 1, 10 WpÜG bei Pflichtangeboten funktional durch die Bekanntmachung der das Pflichtangebot auslösenden Tatsachen – also dass Erreichen einer kontrollierenden Beteiligung – ersetzt (§§ 22ff. öÜbG).

---

[237] Vgl. ErläutRV AT 6.4, abgedr. bei *Huber/Löber* öÜbG, S. 8. Man beachte, dass nach der Erläuterung des österreichischen Gesetzgebers die Übernahmekommission „als Tribunal im Sinn der MRK über *´civil rights´* entscheiden kann“.

[238] *Huber/Löber* öÜbG § 5 Rn. 24f.

[239] Nach der Rechtsform des Bieters differenzierend daher *Huber/Löber* öÜbG § 5 Rn. 25; vgl. zum deutschen Recht insoweit etwa *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 10 Rn. 10ff.

### b) Anzeige des Angebots bei der Übernahmekommission

Anders als nach deutschem Recht muss der Bieter das Angebot unter Vorlage der Angebotsunterlage schon spätestens zehn Börsetage, bzw. 20 Börsetage (Pflichtangebot) nach der Bekanntmachung im Sinne von § 5 Abs. 3 öÜbG der Übernahmekommission anzeigen, wobei die Kommission diese knapp bemessene Frist auf bis zu 40 Börsetage verlängern kann (§ 10 Abs. 1 Sätze 1 und 2 öÜbG).[240] Der Anzeige ist das nach § 9 öÜbG zu erstellende Gutachten beizufügen, in dem das Angebot von einem Sachverständigen geprüft worden ist.[241]

### c) Prüfungsumfang; Maßnahmen der Übernahmekommission

Anders als nach deutschem Recht ist die Übernahmekommission nicht auf eine formale Evidenzkontrolle beschränkt,[242] sondern kann das Angebot vollumfänglich auf seine Gesetzmäßigkeit überprüfen. Im Anschluss an eine solche Prüfung stehen der Übernahmekommission mehrere Wege offen: So kann sie entweder eine Stellungnahme abgeben und auch während des Ablaufs der Annahmefrist ergänzen oder abändern oder sie kann einen Bescheid erlassen, in dem die Gesetzwidrigkeit des Angebots festgestellt wird; als weitere Alternative kann sie die Veröffentlichung der Angebotsunterlage untersagen, wenn diese noch nicht erfolgt ist (vgl. § 10 Abs. 3 öÜbG). Führt der Bieter das Übernahmeangebot trotz ablehnender Stellungnahme oder die Gesetzwidrigkeit feststellenden Bescheids durch, so kann hierin eine schwere Rechtsverletzung im Sinne des § 34 Abs. 5 Nr. 1 öÜbG gesehen werden, der in der Rechtsfolge zu einem Ruhen sämtlicher Rechte aus den Beteiligungspapieren[243] der Zielgesellschaft sowie zu einem sechsmonatigen Rücktrittsrecht der annehmenden Beteiligungspapierinhaber führt (§ 34 Abs. 3 und 4 öÜbG). Sämtliche Formen des Tätigwerdens der Übernahmekommission sind in deren Ermessen gestellt, während die Untersagungstatbestände in § 15 Abs. 1 WpÜG gebundene Entscheidungen der BAFin zur Folge haben.

---

[240] Börsetage sind die Tage von Montag bis Freitag außer staatlich anerkannten Feiertagen am Sitz der Börse in Wien, vgl. *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 10 Rn. 8.
[241] Zu dieser Form der Prospektkontrolle siehe ausführlich unten 2. Teil B.III.1, S. 121.
[242] Siehe zum Prüfungsumfang im Gestattungsverfahren vor der BAFin oben 1. Teil B.I, S. 23ff. Weitere Einzelheiten zum Prüfungsumfang nach österreichischem Recht unten 2. Teil B.III.1.a), S. 121.
[243] Der Begriff „Beteiligungspapiere“ entspricht der österreichischen Terminologie und soll deshalb im Folgenden weiter verwendet werden, obgleich er im WpÜG nicht vorkommt, allerdings dem dortigen Wertpapierbegriff (§ 2 Abs. 2 WpÜG) weitgehend entspricht. Nicht erfasst sind allerdings anders als nach deutschem Recht stimmrechtslose Vorzugsaktien, vgl. *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 1 Rn. 14 und *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 2 Rn. 18 (dort insbesondere Fn. 26).

### *d) Angebotsveröffentlichung*

Sofern eine Untersagung der Angebotsveröffentlichung nach § 10 Abs. 3 öÜbG nicht innerhalb von 12 bis 15 Börsetagen erfolgt, ist der Bieter gem. § 11 Abs. 1 öÜbG verpflichtet, das Angebot durch vollständigen Abdruck in einer Zeitung mit einer Verbreitung in der gesamten Republik Österreich oder als Broschüre, die dem Publikum kostenlos zur Verfügung gestellt wird, sowie mit einer Fundstellenangabe im Amtsblatt zur Wiener Zeitung zu veröffentlichen,[244] nachdem er gem. § 11 Abs. 2 öÜbG zuvor den Vorstand und den Vorsitzenden des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft sowie dessen Stellvertreter hiervon in Kenntnis gesetzt hat. Anders als nach deutschem Recht ist eine Veröffentlichung im Internet weder notwendig noch für sich ausreichend zur Erfüllung der Formvorschrift. Die Veröffentlichungsfrist setzt unabhängig von einer eventuellen Gestattung bzw. Gestattungsfiktion des Angebots, wie sie in § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG vorgesehen sind, ein.

## 2. Funktion und Inhalt der Angebotsunterlage

Ähnlich wie im deutschen Recht erfüllt die Angebotsunterlage nach österreichischem Recht sowohl die Funktion als Vertragsangebot als auch Prospektfunktionen.

### *a) Vertragsangebotsfunktion*

§ 7 Nr. 1 öÜbG spricht davon, dass die Angebotsunterlage den Inhalt des Angebots enthalten muss. Auch wenn es eine dem § 17 WpÜG entsprechende explizite Regelung nicht gibt, wird aus dieser Formulierung gefolgert, dass ein Übernahme- und Pflichtangebote nicht als bloße *invitatio ad offerendum* abgegeben werden können.[245] Demzufolge ist die Veröffentlichung der Angebotsunterlage als Abgabe eines Angebots, gerichtet auf den Abschluss eines Beteiligungspapiererwerbs- oder -tauschvertrags anzusehen. Mit dem Zugang der Annahme-

[244] Vgl. *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 10 Rn. 6; dies entspricht der Veröffentlichungsform des § 78 Abs. 1 Sätze 1 und 2 öBörseG.
[245] Vgl. ErläutRV Zu § 7 Zu Z 4, abgedr. bei *Huber/Löber* öÜbG § 7; vgl. auch *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 6.

erklärung des angesprochenen Beteiligungspapierinhabers kommt daher ein entsprechender Vertrag zustande.[246]

Ähnlich wie im deutschen Recht wird die rechtliche Bindungswirkung an die Angebotsabgabe durch § 8 öÜbG verstärkt, wo die Möglichkeit der Aufnahme von Bedingungen oder Rücktrittsvorbehalten in das Angebot eingeschränkt wird. Zulässig ist deren Implementierung nur dann, wenn sie sachlich gerechtfertigt ist. Ebenso wie nach § 18 WpÜG sind sowohl aufschiebende als auch auflösende Bedingungen erfasst.[247] § 8 öÜbG geht aber insofern weiter, als auch solche Bedingungen grundsätzlich unzulässig sind, deren Eintritt der Bieter zwar nicht selbst herbeiführen, aber selbst verhindern kann.[248] Dies zeigt sich dadurch, dass eine sachliche Rechtfertigung dann gegeben sein kann, wenn der Eintritt der Bedingung nicht im Ermessen des Bieters liegt. Diese Formulierung umfasst sowohl die Herbeiführung als auch die Verhinderung des Eintritts. Sachlich gerechtfertigt sind nach dem Wortlaut von § 8 öÜbG im Übrigen Bedingungen oder Rücktrittsvorbehalte, die der Bieter auf Grund einer bestehenden Rechtspflicht in sein Angebot aufnehmen muss. Namentlich zählen hierzu kartell- oder devisenrechtlich notwendige Vorbehalte.[249] Generell müssen die Bedingungen hinreichend klar formuliert werden, damit die annehmenden Beteiligungspapierinhaber leicht die Wahrscheinlichkeit des Bedingungseintritts- bzw. -ausfalls abschätzen können.[250] Unklarheiten können einen Verstoß gegen § 4 Nr. 3 öÜbG darstellen, so dass eine der Maßnahmen der Übernahmekommission im Sinne von § 10 Abs. 3 öÜbG droht.[251]

### *b) Prospektfunktion*

Die Angebotsunterlage wird in der österreichischem Literatur als übernahmerechtliches Gegenstück zu Prospekten nach öKMG oder öBörseG angesehen.[252] Die Vorschrift des § 7 öÜbG zum notwendigen Mindestinhalt ist Ausfluss des allgemeinen Transparenzgebots aus

---

[246] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 7.
[247] *Huber/Löber* öÜbG § 8 Rn. 3.
[248] Zu § 18 WpÜG siehe oben 1. Teil B.III.1.c)bb), S. 31ff.
[249] ErläutRV Zu § 8, abgedr. bei *Huber/Löber* öÜbG § 8.
[250] *Huber/Löber* öÜbG § 8 Rn. 16.
[251] Dazu oben 1. Teil C.III.1.c), S. 86.
[252] So *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 1. *Hausmaninger/Herbst* § 7 Rn. 6 sprechen von einem „umgekehrten Verkaufsprospekt“. Ebenso für das deutsche Recht *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 7.

§ 3 Nr. 2 öÜbG,[253] das bestimmt, das die Empfänger des Angebots über hinreichend Zeit und Informationen verfügen müssen, um in voller Kenntnis der Sachlage entscheiden zu können. Ebenso wie im deutschen Recht muss der Bieter gem. §§ 4 Nr. 3, 7 öÜbG sämtliche Informationen sorgfältig, genau und vollständig ausarbeiten und unrichtige oder irreführende Informationen und Erklärungen vermeiden. Es gelten daher die Grundsätze der Prospektwahrheit und Prospektklarheit. Wie im deutschen Recht kann auch im Rahmen des § 7 öÜbG zwischen erwerbs- und veräußerungsbezogenen Angaben unterschieden werden.

*aa) Erwerbsbezogene Angaben*

Die in § 7 Nrn. 2 bis 9, 11 öÜbG niedergelegten notwendigen Angaben sind sowohl bei Bar- als auch bei Tauschangeboten zu machen, da sie sich auf den angestrebten Erwerb der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft beziehen. Zusätzliche Angaben können bei Pflichtangeboten zu machen sein.

(1) Identitätsangaben; Beteiligungen am Bieter

§ 7 Nr. 2 öÜbG sieht Identitätsangaben zum Bieter vor, die inhaltlich denen von § 11 Abs. 2 Satz 2 Nrn. 1 und 2 WpÜG entsprechen. Das deutsche Recht kennt indes nicht explizit die Pflicht aus § 7 Nr. 2 öÜbG i.V.m. § 91f. öBörseG, zusätzlich anzugeben, ob mittelbare oder unmittelbare Beteiligungen Dritter am Bieter bestehen, die mehr als fünf Prozent der Stimmrechte vermitteln oder ob der Bieter einem Konzern im Sinne des § 15 öAktG zugehörig ist. Solche Angaben werden nach dem WpÜG nur dann notwendig, wenn der Bieter eigene Aktien als Gegenleistung zum Kauf anbietet (§§ 11 Abs. 4 WpÜG, 2 Nr. 3 WpÜAngVO, 7 VerkProspG, 5 Nr. 6 VerkProspVO).[254]

(2) Angebotsinhalt; Gegenleistung

Nach § 7 Nrn. 3 und 4 öÜbG sind die *essentialia negotii* des Angebots anzugeben, also zum einen die genaue Bezeichnung der zu erwerbenden Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und zum anderen die pro Papier angebotene Gegenleistung. Prinzipiell ist der Bieter bei der

[253] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 1 und § 3 Rn. 13; *Huber/Löber* öÜbG § 3 Rn. 13.
[254] Siehe dazu oben 1. Teil B.III.3.b)aa)(2), S. 68f.

Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots anders als nach deutschem Recht nicht an Mindestpreisregelungen gebunden. Etwas anderes gilt aber für Pflichtangebote, die bei Erreichen einer kontrollierenden Beteiligung abzugeben sind: Hier enthält § 26 öÜbG umfassende Preisregelungen. Wegen § 22 Abs. 11 öÜbG gilt diese Preisregelung aber wiederum auch für solche freiwilligen Übernahmeangebote, bei denen das Erreichen einer kontrollierenden Beteiligung absehbar ist. Der Gleichlauf von freiwilligem Übernahmeangebot und Pflichtangebot – wie er vom deutschen Gesetzgeber geschaffen wurde – findet sich also im Ergebnis weitgehend auch im österreichischen Recht wieder.

Gleichwohl gibt es inhaltlich gravierende Unterschiede zwischen der deutschen und der österreichischen Mindestpreisregelung: Gem. § 26 Abs. 1 Satz 1 1. Alt. öÜbG bildet der Durchschnittsbörsenkurs der letzten 6 und nicht wie bei § 31 WpÜG i.V.m. §§ 5, 6 WpÜAngVO der letzten 3 Monate die Untergrenze. Zudem räumt § 26 Abs. 1 Satz 1 2. Alt. öÜbG dem Bieter die Möglichkeit ein, im öffentlichen Angebot eine wertmäßig bis zu 15 Prozent geringere Gegenleistung anzubieten, als er sie innerhalb von 12 Monaten vor Abgabe des Angebots einem Dritten gegenüber gewährt hat, sofern dadurch nicht der durchschnittliche Börsenkurs unterschritten wird (sog. Prämien- oder Preisabschlag).[255] Ein weiterer gewichtiger Unterschied liegt darin, dass nach § 26 öÜbG stets eine Gegenleistung in bar – ggf. alternativ – angeboten werden muss,[256] während nach § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG vorbehaltlich § 31 Abs. 3 WpÜG auch ausschließlich Aktien als Gegenleistung angeboten werden können. Zuletzt ist zu beachten, dass gem. § 26 Abs. 5 öÜbG Beteiligungspapierinhaber mit einem signifikanten Beteiligungsbesitz[257] einen Antrag auf Überprüfung der Angemessenheit bei der Übernahmekommission stellen können.[258]

§ 7 Nr. 4 öÜbG sieht vor, dass die Berechnung des Angebotspreises dargestellt werden muss. Lässt sich der Preis nicht mathematisch durch Vorerwerbe oder Durchschnittsbörsenkurse ermitteln, so sind die tatsächlich angewandten Bewertungsmethoden anzugeben. Zusätzlich

---

[255] Vgl. *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 26 Rn. 4; *Zschocke* in *von Rosen/Seifert*, Kapitalmarktrecht Bd. 2, S. 91. Hierin liegt eine gesetzliche Einschränkung des Gleichbehandlungsgrundsatzes aus § 3 Nr. 1 öÜbG.
[256] Reine Tauschangebote sind unzulässig, vgl. *Bydlinski/Winner* ÖBA 1998, 913, 921.
[257] Hierunter ist der Besitz von Beteiligungspapieren, die wahlweise über 1 Prozent des Grundkapitals verkörpern oder einen Wert von mind. Euro 70.000 aufweisen, vgl. § 33 Abs. 2 Nr. 4 öÜbG. Zulässig ist auch der Zusammenschluss einzelner Kleinaktionäre zur Überwindung dieser Schwelle.
[258] Das Fehlen einer vergleichbaren Regelung bei §§ 35ff. WpÜG wird zu Recht kritisiert bei *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 45.

müssen Angaben zur Vertragsdurchführung und insbesondere zu den für die Entgegennahme der Annahmeerklärung sowie der Gegenleistung beauftragten Stellen in die Angebotsunterlage mit aufgenommen werden. Hierbei wird es sich in der Regel um ein als *clearing bank* fungierendes Kreditinstitut handeln.[259]

Zum Angebotsinhalt im weiteren Sinne gehört auch die Festlegung der Frist, innerhalb derer das Angebot angenommen werden kann (§ 7 Nr. 9 öÜbG). Während im deutschen Recht die Annahmefrist grundsätzlich zwischen vier und zehn Wochen liegen muss (§ 16 Abs. 1 Satz 1 WpÜG), kann sie nach § 19 Abs. 1 Satz 1 öÜbG zwischen 20 und 50 Börsetagen liegen. Im Ergebnis kommt man damit aber auf fast identische Fristen. Zu Verlängerungen der Fristen kann es bei Angebotsnachbesserungen oder Veröffentlichungen konkurrierender Angebote kommen (§ 19 Abs. 4 öÜbG i.V.m. §§ 15, 16 öÜbV).

(3) Mindest- und Höchsterwerbsschwellen

Weiterhin sind gem. § 7 Nr. 5 öÜbG ggf. Mindest- oder Höchsterwerbsschwellen anzugeben. Diese Angabepflicht ist an sich redundant, da bei Fehlen entsprechender Angaben das Angebot weder nach oben noch nach unten begrenzt wäre. Eine Höchstgrenze ist aber ebenso wie im deutschen Recht nur bei Angeboten zulässig, die weder auf die Kontrolle der Zielgesellschaft gerichtet (bzw. deren Erreichen absehbar ist) noch Pflichtangebote sind.[260] Darf eine Höchstgrenze vorgesehen werden, so ist die Teilzuteilungsregel des § 20 öÜbG, der inhaltlich § 19 WpÜG entspricht, darzustellen. Dies entspricht § 11 Abs. 4 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 6 WpÜAngVO.

Eine Mindesterwerbsschwelle ist anders als die Höchstgrenze eine echte Bedingung im Rechtssinne. Während sie im deutschen Recht nicht explizit vorgesehen, gleichwohl nach § 18 Abs. 1 WpÜG zulässig ist, enthält § 22 Abs. 11 Satz 2 öÜbG eine Spezialregelung, wonach Pflichtangebote und freiwillige Übernahmeangebote, bei denen der Erwerb einer

[259] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 29.
[260] Nach der deutschrechtlichen Terminologie also nur bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten. Zu der Differenzierung nach Angebotsarten siehe oben Einleitung A, S. 2.

kontrollierenden Beteiligung absehbar ist, kraft Gesetzes eine Mindesterwerbsschwelle in Höhe von 50 Prozent der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft enthalten.[261]

(4) Bestehende Beteiligungen des Bieters an der Zielgesellschaft

Besonders wichtig aus der Sicht der Angebotsempfänger ist die nach § 7 Nr. 6 aufzunehmende Angabe zu den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft, über die der Bieter bereits verfügt. Inhaltlich ähnelt diese Angabepflicht § 11 Abs. 4 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 5 WpÜAngVO, wobei letztere Regelung explizit eine detaillierte Darstellung getrennt nach Eigenbestand und Zurechnungsbeständen verlangt. Der Bieter verfügt nach österreichischem Recht auch über solche Beteiligungspapiere, die ihm zwar noch nicht sachenrechtlich zuzuordnen sind, aber bezüglich derer bereits ein schuldrechtliches Erwerbsgeschäft abgeschlossen ist (Bsp: *Call*-Option).[262] Solche schuldrechtlichen Optionen sind nach deutschem Recht zwar nicht auf Grund von § 2 Nr. 6 WpÜAngVO anzugeben, da sie dem Bieter auch nicht nach § 30 WpÜG zuzurechnen wären,[263] wohl aber auf Grund ausdrücklicher Einbeziehung nach § 2 Nr. 7 WpÜAngVO, wenn der Abschluss des schuldrechtlichen Grundgeschäfts nicht mehr als 3 Monate vor Angebotsveröffentlichung liegt.[264]

(5) Bieterabsichten

§ 7 Nr. 8 öÜbG verpflichtet den Bieter, umfassende Angaben zu seinen Absichten hinsichtlich der zukünftigen Geschäftspolitik der Zielgesellschaft und damit insbesondere auf die künftige Tätigkeit und auf die künftige Beschäftigungspolitik zu machen. Inhaltlich entspricht diese Angabe weitgehend § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG.[265] Anzugeben sind insbesondere geplante Entlassungen, Betriebsaufgaben, -verlegungen oder -veräußerungen, auch von Teilen

---

[261] Hiermit sollen so genannte *two-tier-offers* verhindert werden, vgl. *Bydlinski/Winner* ÖBA 1998, 913, 922. Anderenfalls könnte der Bieter zunächst ein Übernahmeangebot abgeben und anschließend ein Pflichtangebot mit geringerem Preis, so dass die Beteiligungspapierinhaber der Zielgesellschaft faktisch gezwungen wären, von vornherein das Übernahmeangebot anzunehmen. Dies ist im deutschen Recht schon durch den durch § 39 WpÜG geschaffenen prinzipiellen Gleichlauf – vor allem in Hinblick auf die mindestens anzubietende Gegenleistung – von Übernahme- und Pflichtangebot nicht möglich.
[262] So *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 19; ähnlich *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 29.
[263] Es sei denn, der Bieter kann durch eine einseitige Erklärung oder Handlung die dingliche Übereignung der Wertpapiere herbeiführen (§ 30 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG), vgl. auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 30 Rn. 34ff.
[264] Siehe im Einzelnen dazu auch oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(2)(ii), S. 56 und 1. Teil B.III.2.d)cc)(1)(iv), S. 53.
[265] Siehe dazu oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(2)(i), S. 55ff.

hiervon.[266] Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die österreichische Literatur die Mitteilung geplanter gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen verlangt, auch wenn sich – ähnlich wie im deutschen Recht – dies nicht eindeutig aus der Gesetzesformulierung ergibt.[267]

(6) Finanzierungsbedingungen

§ 7 Nr. 11 öÜbG verpflichtet den Bieter, die Bedingungen der Finanzierung des Angebots darzustellen. Diese Angabe ist Ausprägung der Grundsätze aus § 4 Nr. 1 und § 22 Abs. 6 öÜbG, wonach der Bieter nur dann ein Angebot abgeben darf, wenn er nach sorgfältiger Prüfung davon überzeugt ist, dass ihm alle zur vollständigen Finanzierung erforderlichen Mittel rechtzeitig zur Verfügung stehen.[268] Sie ähnelt damit der nach § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpÜG zur Sicherstellung der Finanzierung zu machenden Angaben.

Die Beteiligungspapierinhaber der Zielgesellschaft sollen in die Lage versetzt werden, die Gefahr eines Scheiterns der Finanzierung abschätzen zu können. Der Bieter muss deshalb vor allem angeben, ob er das Angebot durch Fremd- und/oder Eigenkapital finanzieren will. Bei der Inanspruchnahme von Drittmitteln müssen die diese gewährenden Kreditinstitute angegeben werden.[269] Des Weiteren muss er darstellen, ob Vermögenswerte der Zielgesellschaft zur Finanzierung mit herangezogen werden sollen (*leveraged buy out*). Hierdurch werden die Beteiligungspapierinhaber darüber informiert, ob nach der Übernahme der Zielgesellschaft deren Vermögenswerte versilbert werden müssen.[270] In dieser Hinsicht ergänzt § 7 Nr. 11 öÜbG die Angaben zu geplanten Betriebsteilveräußerungen.

Anders als nach § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG und *Rule 24.7* CCTM ist der Bieter nicht verpflichtet, eine Finanzierungsbestätigung von einem unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei Barangeboten einzuholen.[271] Gleichwohl muss der nach § 9 Abs. 1 öÜbG das Angebot insgesamt prüfende unabhängige Sachverständige[272] auch eine Erklärung dazu abgeben, ob dem Bieter die notwendigen Mittel zur Erfüllung des Angebots zur

[266] *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 32.
[267] Vgl. *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 32.
[268] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 35.
[269] *Huber/Löber* öÜbG § 7 öÜbG Rn. 44.
[270] ErläutRV Zu § 7 Zu Z 11, abgedr. bei *Huber/Löber* öÜbG § 7.
[271] Vgl. *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 45.
[272] Zum Prüfungsumfang siehe unten 2. Teil B.III.1.b), S. 122.

Verfügung stehen. Diese Erklärung ist sowohl bei Bar- als auch bei Tauschangeboten abzugeben. Bedenkt man, dass als unabhängige Sachverständige gem. § 9 Abs. 2 litt. b) und c) öÜbG auch Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Betracht kommen, so geht die österreichische Absicherung der Sicherstellung der Mittel im Ergebnis sogar noch weiter als die nach deutschem Recht oder nach dem CCTM vorgesehene.[273]

(7) Unterschiede zum deutschen Recht

Anders als das deutsche Recht enthält das österreichische Recht in § 7 öÜbG kein Pflicht zu Angaben zu den Auswirkungen des Angebots auf die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage des Bieters, sofern es sich bei diesem nicht um den Emittenten eventuell als Tauschgegenleistung angebotener Wertpapiere handelt. Gleichwohl wird in der österreichischen Literatur eine entsprechende Angabepflicht für sämtliche Angebote aus § 3 Nr. 2 öÜbG hergeleitet, weil die Finanzierung des Angebots nur auf diese Weise ausreichend dargestellt werden könne.[274]

§ 7 öÜbG sieht anders als § 11 Abs. 4 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 8 WpÜAngVO nicht vor, dass Angaben zum Erfordernis und zum Stand behördlicher, insbesondere wettbewerbsrechtlicher, Genehmigungsverfahren, die mit dem Erwerb der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft verbunden sind, gemacht werden müssen. Allerdings wird in solchen Fällen der Bieter sein Angebot regelmäßig von der Erteilung solcher Genehmigungen abhängig machen.[275] Daher wird er bei den Angaben zu dieser Bedingung nach § 7 Nr. 7 öÜbG Angaben zum Stand des Verfahrens machen müssen, da nur so die erforderliche Klarheit für die Angebotsempfänger hergestellt wird, die Wahrscheinlichkeit des tatsächlichen Eintritts des Bedingungsereignisses abschätzen zu können.

Im Übrigen sind die Angabepflichten im deutschen Recht durchweg präziser und detaillierter ausformuliert, was aber wegen des auch im österreichischen Recht enthaltenen Grundsatzes

---

[273] Zu den sich daraus ergebenden Fragen einer dem § 13 Abs. 2 WpÜG vergleichbaren Ausfallhaftung siehe unten 3. Teil D.III.4.c), S. 258ff.
[274] *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 51; so wohl auch *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 36.
[275] Ausnahmsweise sind solche Genehmigungsvorbehalte auch bei Pflichtangeboten zulässig, vgl. § 8 öÜbG zum österreichischen Recht.

der Prospektklarheit und Prospektwahrheit im Ergebnis selten zu abweichenden notwendigen Angaben führen wird.

*bb) Veräußerungsbezogene Angaben*

Gem. § 7 Nr. 10 öÜbG muss der Bieter im Fall einer Gegenleistung in Wertpapieren veräußerungsbezogene Angaben im Sinne von § 7 öKMG und §§ 74ff. öBörseG in die Angebotsunterlage aufnehmen. Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang darauf, dass gem. § 26 öÜbG bei Pflichtangeboten und freiwilligen Übernahmeangeboten, bei denen das Erreichen einer kontrollierenden Beteiligung absehbar ist, zwingend eine Bargegenleistung anzubieten ist, die allerdings alternativ durch eine Tauschgegenleistung ergänzt werden kann. Der Bieter kann auch solche Wertpapiere anbieten, die von einem Dritten emittiert werden.

Inhaltlich entsprechen die zu machenden veräußerungsbezogenen Angaben denen im Sinne von §§ 2ff. VerkProspVO, weil die österreichische Regelung ebenso wie die deutsche auf die Emissionsprospektrichtlinie[276] zurückgeht. Grundsätzlich muss die Angebotsunterlage daher die Angaben enthalten, die erforderlich sind, um die Beteiligungspapierinhaber der Zielgesellschaft in die Lage zu versetzen, sich ein ausgewogenes und fundiertes Urteil über die vom Bieter angebotenen Wertpapiere, der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten sowie dessen rechtlicher und wirtschaftlicher Stellung zu bilden.[277] Die normalerweise erfolgende Prüfung des Prospekts durch einen unabhängigen Prospektprüfer gem. § 8 öKMG wird durch die Sachverständigenprüfung nach § 9 öÜbG verdrängt.[278]

---

[276] Richtlinie 89/298/EWG des Rates vom 17.4.1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist (Emissionsprospektrichtlinie), ABl. EG Nr. L 124 vom 5.5.1989, S. 8ff.
[277] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 7 Rn. 24.
[278] *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 41.

# 2. Teil:
# Einzelheiten der Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen gem. § 12 WpÜG

Mit § 12 WpÜG hat der Gesetzgeber eine spezielle Haftungsnorm für fehlerhafte Angebotsunterlagen geschaffen.

## A. Die Konzeption der Angebotsunterlagenhaftung

Wie bereits ausgeführt,[279] kommt der Angebotsunterlage die Funktion eines Erwerbsprospekts bei Übernahme- und Pflichtangeboten zu. Da die spezielle Haftung in § 12 WpÜG an das Vorliegen fehlerhafter Angaben und damit an eine (objektive) Störung des Informationszwecks der Angebotsunterlage anknüpft, lässt sie sich begrifflich in Übereinstimmung mit der Funktionsbeschreibung als Angebotsunterlagenhaftung charakterisieren. Ohne die genaue dogmatische Einordnung der Haftungsnorm vorwegzunehmen, spricht für eine solche Bezeichnung schon die Formulierung des Tatbestands der Vorschrift, die sich an die spezialgesetzlichen Prospekthaftungsregelungen in §§ 44ff. BörsG (ggf. i.V.m. § 13 VerkProspG), § 12 AuslInvG sowie §§ 19, 20 KAGG anlehnen. Wie vor allem die noch aufzuzeigenden Folgen aus den strukturellen Unterschieden von Verkaufs- und damit auch Börsenprospekten zu der Angebotsunterlage als Erwerbsprospekt zeigen werden, darf die dennoch erfolgende begriffliche Zuordnung des § 12 WpÜG zur Prospekthaftung nicht dazu verleiten, die für die verkaufsprospektrechtlichen Tatbestände herausgearbeiteten Grundsätze unbesehen auf Übernahmefälle zu übertragen.

### I. Rechtstatsachen

Bevor die Einzelheiten der Angebotsunterlagenhaftung näher untersucht werden, soll zuvor ein kurzer Blick auf die Rechtspraxis in Deutschland geworfen werden. Beleuchtet werden

[279] Siehe oben, 1. Teil B.III.2, S. 37.

sollen Fälle, in denen es um Haftungsfragen im Zusammenhang mit fehlerhaften Angaben bei öffentlichen Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangeboten geht.

### *a) Der Fall Computer 2000 AG*

Ansprüche aus § 12 WpÜG sind bislang noch nicht geltend gemacht worden. Dies ist nicht weiter verwunderlich in Anbetracht der kurzen Geltungsdauer des WpÜG. Gleichwohl gibt es eine Entscheidung des BGH[280] aus dem Jahre 2001, die Haftungsfragen unter der Geltung des Übernahmekodexes zum Gegenstand hatte. In seinem Nichtannahmebeschluss hat der BGH die Revision der Klägerin unter Aufrechterhaltung der Argumentation der Vorinstanz[281] verworfen. Da das Urteil des OLG München weitaus ausführlicher ist und der BGH keine davon abweichende Meinung vertrat, soll im Folgenden dieses Urteil und nicht so sehr der BGH-Beschluss näher untersucht werden.

Die Klägerin machte in diesem Verfahren Nachbesserungsansprüche im Anschluss an eine erfolgreiche Übernahme der *Computer 2000 AG* durch die Beklagte geltend. Letztere hatte Ende 1998 ein Übernahmeangebot abgegeben, in dem sie die Geltung des Übernahmekodexes anerkannte und als Gegenleistung für Aktien der *Computer 2000 AG* DM 845,00 (Euro 432,04) pro Stück anbot. Neben der Klägerin nahmen die meisten der angesprochenen Aktionäre das Angebot an, so dass die Beklagte einen Stimmrechtsanteil von mehr als 99 Prozent erreichen konnte. Daher war es ihr möglich, im Anschluss eine Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss gem. § 320a ff. AktG durchzuführen. Als Barabfindung im Sinne des § 320b AktG wurde den verbliebenden Aktionären neben Aktien eine Geldzahlung in Höhe von DM 976,00 (Euro 499,02) angeboten.[282] Dieser Wert wurde von einem Sachverständigen als angemessen ermittelt. In dem dagegen eingeleiteten Spruchstellenverfahren verglich sich die Beklagte mit den verbliebenen Aktionären und zahlte diesen eine Gegenleistung in Höhe von DM 1.500,00 (Euro 766,94) pro Aktie.

---

[280] BGH ZIP 2001, 2278 = EWiR § 31 WpÜG 1/02, 733 mit Anm. *Hasselbach.*
[281] OLG München ZIP 2001, 2135 = EWiR Art. 15 ÜKx 1/01, 1017 mit Anm. *Sinewe*.
[282] Die Durchführung eines Minderheitenausschlusses (*squeeze out*) gem. §§ 327a ff. AktG war der Beklagten seinerzeit noch nicht möglich, weil die entsprechenden Vorschriften erst mit Inkrafttreten des WpÜG zum 01. Januar 2002 in das AktG aufgenommen wurden. Die Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss setzt voraus, dass den ausscheidenden Aktionären Aktien des aufnehmenden Rechtsträgers (zwingend eine Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland) angeboten werden müssen. Eine Barabfindung kann aber alternativ angeboten werden.

In ihrem ursprünglichen Angebot hatte die Beklagte entsprechend Art. 15 Übernahmekodex die Angabe gemacht, sie werde für den Fall, dass sie nach Durchführung des Angebots auf Grund eines weiteren freiwilligen Kaufangebots eine höhere Gegenleistung anbietet, die früheren annehmenden Aktionäre der *Computer 2000 AG* daran partizipieren lassen. Gleichzeitig teilte sie mit, dass sie im Falle einer erfolgreichen Übernahme der Zielgesellschaft diese durch Mehrheitsbeschluss eingliedern wolle.

Das Gericht prüfte umfassend das Bestehen etwaiger Schadensersatzansprüche aus c.i.c. und pVV,[283] lehnte entsprechende Nachbesserungsansprüche der Klägerin im Ergebnis jedoch vollumfänglich ab. Die tragenden Gründe hierfür waren zum einen die Feststellung, dass es sich bei der Barabfindung nicht um ein freiwilliges Kaufangebot handelte, sondern sich die Pflicht zur Gewährung aus § 320b Akt ergebe.[284] Zum anderen seien die Informationen in der Angebotsunterlage richtig gewesen, da die Beklagte die Durchführung der Eingliederung angekündigt hatte.

### *b) Die Entscheidung im Lichte des WpÜG*

Im Ergebnis würde das Gericht unter der Geltung des WpÜG wohl zu keinem anderen Ergebnis kommen. Zwar muss die den annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft angebotene Gegenleistung gem. § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG nachgebessert werden, wenn der Bieter innerhalb eines Jahres nach Ablauf der Annahmefrist Aktien außerhalb der Börse zu einer wertmäßig höheren Gegenleistung hinzuerwirbt, ohne dass es insoweit eine Bagatellgrenze gäbe (sog. relevante Nacherwerbe[285]). Gleichwohl nimmt § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG ausdrücklich solche Erwerbe hiervon aus, die im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Gewährung einer Barabfindung erfolgen.[286] Dies erscheint zwar nicht unbedenklich, wenn man berücksichtigt, dass in dem vom OLG München zu entscheidenden Fall die im Übernahmeangebot gewährte Gegenleistung nur knapp die Hälfte dessen betrug, was

---

[283] Zur Kritik des Urteils unter dem Aspekt der c.i.c. und pVV siehe ausführlich unten 3. Teil D.V, S. 259ff.
[284] OLG München ZIP 2001, 2135, 2138.
[285] Siehe hierzu auch unten im Zusammenhang mit zu § 12 WpÜG konkurrierenden Primärleistungsergänzungsansprüchen 3. Teil D.II, S. 242.
[286] Hierzu zählen auch Aktienerwerbe im Wege einer Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 76

sich (in einem Vergleich!) im anschließenden Spruchstellenverfahren als angemessen herausgestellt hat.[287]

Zu einem anderen Ergebnis wird man auch nicht mit Hilfe eines Anspruchs aus § 12 Abs. 1 WpÜG kommen:[288] Ohne an dieser Stelle Einzelheiten der Auslegung bereits vorwegzunehmen, sei darauf hingewiesen, dass die Angebotsunterlage in dem betreffendenden Fall nicht fehlerhaft gewesen ist, wie das Gericht ausdrücklich feststellte.[289]

## II. Normentstehung

Eine dem heutigen § 12 WpÜG weitgehend entsprechende Vorschrift findet sich erstmalig in § 13 des Diskussionsentwurfs eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen vom 29. Juni 2000 (DiskE-ÜbG), aus dem schließlich das WpÜG in seiner jetzigen Fassung entstanden ist.[290] Die Unterschiede zum heutigen Gesetzestext ergeben sich zum einen aus dem Umstand, dass der DiskE-ÜbG nur öffentliche (Pflicht-)Übernahme- und keine einfachen Wertpapiererwerbsangebote regelte und zum anderen aus der inzwischen weggefallenen ausschließlichen sachlichen und örtlichen Zuständigkeit des Landgerichts am Sitz der BAFin (§ 13 Abs. 7 DiskE-ÜbG). Schließlich wurde noch die Verjährung für Ansprüche aus § 12 WpÜG von ursprünglich einem halben Jahr auf ein Jahr verlängert und damit die spätere Verjährungsverlängerung der börsen- und verkaufsprospektrechtlichen Haftungsansprüche durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz antizipiert.[291] Seine endgültige Fassung erhielt § 12 WpÜG bereits im Referentenentwurf vom 12. März 2001 und blieb unverändert im anschließenden Regierungsentwurf vom 11. Juli 2001.[292]

Der Übernahmekodex als Vorgänger des WpÜG enthielt demgegenüber keine vergleichbare Haftungsregelung für fehlerhafte Angebotsunterlagen. Art. 7 ÜK enthielt zwar einen umfangreichen Katalog der vom Bieter mindestens zu machenden Angaben, knüpfte an die Unrich-

---

[287] Kritisch daher *Sinewe* EWiR Art. 15 ÜKx 1/01, 1017, 1018; zur Kritik an der gesetzgeberischen Regelung in § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG siehe auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 76.
[288] Die Wertung der Regelung in § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG kann auf Schadensersatzansprüche durchschlagen, siehe dazu unten 2. Teil C.VI.3.b), S. 189ff.
[289] OLG München ZIP 2001, 2135, 2137: "*Der Inhalt des Angebots entsprach den Vorgaben des Art. 7 des Übernahmekodex.*" Anmerkung: Art. 7 ÜK entspricht in vielen Punkten § 11 WpÜG.
[290] Der Diskussionsentwurf ist abgedruckt in NZG 2000, 844.
[291] Zur Verjährung siehe unten, 1. Teil C.VIII, S. 215.
[292] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034.

tigkeit oder Unvollständigkeit der Pflichtangaben jedoch keine spezielle rechtliche Sanktion. Art. 8 ÜK bestimmte lediglich, dass „jede an die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft gerichtete Veröffentlichung [...] mit größter Sorgfalt und Genauigkeit vorzubereiten [ist]“, womit die umfassende, korrekte und allgemein verständliche Unterrichtung der Adressaten eines Übernahmeangebots sichergestellt, nicht aber ein spezieller Sorgfaltsmaßstab begründet werden sollte.[293] Ebenso wenig wie im Übernahmekodex findet sich in einer der zahlreichen Richtlinienentwürfe der Vergangenheit eine dem § 12 WpÜG vergleichbare Haftungsnorm. Dies gilt auch für den neuesten Übernahmerichtlinienentwurf, vom 02. Oktober 2002.[294]

Die Schaffung des § 12 WpÜG lässt sich aus historischer Sicht daher nur mit der Adaption der börsengesetzlichen Prospekthaftung gem. §§ 44ff. BörsG sowie den ähnlichen Vorschriften aus §§ 19, 20 KAGG und § 12 AuslInvG begründen. Dabei wurden die als Vorbilder dienenden Vorschriften allerdings modifiziert und an den Regelungsgehalt des WpÜG angepasst. Die entsprechenden Modifikationen waren dabei sowohl sprachlicher als auch inhaltlicher Art. Die augenfälligste inhaltliche Änderung zu §§ 44ff. BörsG betrifft dabei die Rechtsfolge des Prospekthaftungsanspruchs: Während § 12 WpÜG Schadensersatz gewährt, sieht § 44 Abs. 1 Satz 1 BörsG die Rückabwicklung des Erwerbs von Wertpapieren vor, wenn der Börsenzulassungsprospekt unrichtig war. Von der Rechtsfolge her entspricht § 12 WpÜG daher eher der Vorgängerregelung des § 45 Abs. 1 a.F. BörsG, die ebenfalls eine Schadensersatzpflicht des Prospekthaftungsverpflichteten enthielt,[295] während im Übrigen nur noch wenig Ähnlichkeiten mit der alten Fassung zu erkennen sind. Die überkommene börsengesetzliche Haftung wiederum reicht zurück bis ins Jahr 1897 und ist bis zum angesprochenen Dritten Finanzmarktförderungsgesetz unverändert und in der Praxis weitgehend bedeutungslos geblieben.[296]

---

[293] Anmerkungen der früheren Übernahmekommission zum Übernahmekodex aus dem Jahr 1996, S. 13. Abrufbar unter: http://www.kodex.de/ (Stand: April 2002).
[294] KOM (2002) 534; vgl. auch oben Fn. 10.
[295] §§ 45, 46 BörsG a.F. wurden im Zuge des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes vom 24. März 1998, (BGBL. I 1998) 529, umgestaltet.
[296] Vgl. *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 a.F. BörsG Rn. 5ff.

## III. Haftungsgrund

Der Gesetzgeber hat sich in seiner Begründung zum WpÜG nicht explizit zum Haftungsgrund des § 12 WpÜG geäußert. Aus dem systematischen Zusammenhang ergibt sich aber, dass die Vorschrift dazu bestimmt ist, den Schutz der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft auszubauen und einen Teil des mit der zu treffenden Desinvestitionsentscheidung verbundenen Risikos auf den Bieter zu verlagern. Dies allein vermag aber nicht den eigentlichen Haftungsgrund der Norm zu erklären, da letztlich jede Schadensersatznorm den Schutz der möglichen Anspruchsinhaber und eine entsprechende Risikoverlagerung bezweckt.

Unter Berücksichtigung der Entstehungsgeschichte der Norm bietet es sich an, den Haftungsgrund des § 12 WpÜG im angestrebten Gleichlauf mit den übrigen spezialgesetzlichen Prospekthaftungsansprüchen sowie der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zu suchen.[297] So bewirkt die übernahmerechtliche Norm vor allem bei öffentlichen Aktien-, bzw. Wertpapiertauschangeboten eine einheitliche Haftung für Veräußerungs- und Erwerbsangaben, die mit dem Umstand korrespondiert, dass in solchen Fällen die Angebotsunterlage einen Verkaufs- bzw. Börsenzulassungsprospekt ersetzt (vgl. § 2 Nr. 2 WpÜAngVO) und damit auch nur ein einheitliches schriftliches Dokument existiert. Wie bereits angemerkt, darf dabei aber nicht verkannt werden, dass wegen der schon aufgezeigten strukturellen Unterschiede zwischen Angebotsunterlagen und Verkaufs- bzw. Börsenzulassungsprospekten oder Unternehmensberichten besondere Vorsicht bei der Heranziehung der in dem dortigen rechtlichen Kontext herausgearbeiteten Grundsätze geboten ist.

### 1. Inanspruchnahme besonderen typisierten Vertrauens

Im Rahmen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftungsansprüche wird als Haftungsgrund in erster Linie ein typisiertes Vertrauen des Anlegers in die Richtigkeit und Vollständigkeit der von den Prospektverantwortlichen gemachten Angaben gesehen.[298] Diese Annahme geht zurück auf die von der Rechtsprechung des BGH ausgearbeiteten Grundlagen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im weiteren Sinne.[299] Demgegenüber beruht die bürgerlich-

[297] Ähnlich *Vaupel* WM 2002, 1170.
[298] *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 a.F. BörsG Rn. 23.
[299] Ausführlich BGH WM 1993, 1787, 1788.

rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne auf einer persönlichen Inanspruchnahme besonderen Vertrauens durch einen Prospektverantwortlichen und lässt sich damit auf einen individuell geschaffenen Vertrauenstatbestand zurückführen.[300]

Das typisierte Vertrauen wird den Prospektverantwortlichen in der Regel aus zwei Gründen entgegen gebracht. Zum einen darf das Publikum davon ausgehen, dass die Ersteller des Prospekts den besten Zugang zu den für die zu machenden Angaben notwendigen Informationen in Bezug auf die betreffende Vermögensanlage haben. Zum anderen – und das gilt in erster Linie für die Berater bei der Prospekterstellung – wird ein besonderes Vertrauen auf Grund der Professionalität der Prospektverantwortlichen erweckt, die wegen des gewohnten Umgangs mit Vermögensanlagen und deren Wertentwicklung über besondere Fachkenntnisse verfügen.

### *a) Fehlende generelle Übertragbarkeit des Vertrauensgedankens*

Der Gedanke der Inanspruchnahme typisierten Vertrauens lässt sich indes nicht generell auf Übernahmekonstellationen übertragen. In erster Linie haftet nämlich der Bieter für die Fehlerhaftigkeit, da der Erlass der Angebotsunterlage von ihm ausgeht (§ 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG). Ohne den Bieterbegriff schon an dieser Stelle näher einzugrenzen,[301] dürfte kaum davon auszugehen sein, dass das Publikum am Kapitalmarkt Bietern im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots typischerweise ein besonderes Vertrauen entgegenbringt. Dagegen spricht schon, dass es in der Praxis wenige professionelle Bieter gibt, also solche, die regelmäßig Übernahmeangebote abgeben. Demzufolge werden die angesprochenen Aktionäre der Zielgesellschaft einem Bieter nur selten eine besondere Fachkompetenz zuschreiben. Hinzu kommt, dass der Bieter stets ein Interesse daran haben wird, den Erwerb der Wertpapiere möglichst kostengünstig durchzuführen. Das daraus resultierende und schon beschriebene Dilemma,[302] in dem er sich bei der Bewertung der Wertpapiere und der Folgen für die Zielgesellschaft befindet, wird auch den angesprochenen Wertpapierinhabern klar sein, so dass sich schon deswegen kaum ein besonderes Vertrauen herausbilden wird.

---

[300] *Assmann* in Assmann/Schütze KapAnlR § 7 Rn. 99; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 a.F. BörsG Rn. 23.
[301] Im Einzelnen siehe unten 1. Teil C.I.2.c)aa), S. 138.
[302] Siehe oben 1. Teil B.III.2.f), S. 61.

### *b) Persönliche Verantwortungsübernahme durch Unterzeichnung der Angebotsunterlage*

Dem Vertrauensgesichtspunkt sehr ähnlich, aber aus der Sphäre der Haftungsverpflichteten und nicht der Anspruchsinhaber stammend, ist der Gedanke, den Haftungsgrund in einer nach außen kundgegebenen persönlichen Verantwortungsübernahme zu sehen. Sowohl der Bieter als auch weitere Personen, die die Verantwortung übernehmen wollen, müssen die Angebotsunterlage nämlich unterzeichnen (§ 11 Abs. 1 Satz 5, Abs. 3 WpÜG). Hiermit bringen sie gleichermaßen zum Ausdruck, für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben einstehen zu wollen. Ob dadurch ein besonderes Vertrauensverhältnis geschaffen wird, kann dann offen bleiben. Anzumerken ist allerdings, dass der Gedanke der persönlichen Verantwortungsübernahme nicht zu erklären vermag, warum eine Haftung nach §12 WpÜG nur zu Gunsten der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft gegeben sein kann, da kaum angenommen werden kann, dass das Einstehen für die Richtigkeit der Angebotsunterlage nur gegenüber einem bestimmten Personenkreis gelten soll.

## 2. Privilegierung der Haftungsverpflichteten

Ebenfalls in der Sphäre der Haftungsverpflichteten ist der Gedanke anzusiedeln, der Haftungsgrund der Angebotsunterlagenhaftung könne in deren Privilegierung zu sehen sein.[303] § 12 WpÜG sieht nämlich einerseits einen von den allgemeinen Grundsätzen abweichenden Verschuldensmaßstab und eine verkürzte Verjährungsfrist, jeweils zu Gunsten der Anspruchsgegner, vor. Hierin eine Privilegierung zu sehen setzt allerdings voraus, das die in § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG genannten haftenden Personengruppen in Ermangelung der Spezialregelung aus einem anderen Rechtsgrund schärfer haften würden und dies wegen § 12 WpÜG nicht der Fall wäre. Gegen diesen Gedanken spricht allerdings die Regelung in § 12 Abs. 6 WpÜG, wonach Ansprüche aus Vertrag und aus vorsätzlichen unerlaubten Handlungen nicht verdrängt werden. Eine Privilegierung ist bei Bestehen solcher Ansprüche daher gerade nicht gegeben. Demgegenüber werden gem. § 12 Abs. 6 WpÜG andere Ansprüche zwar bis zu

[303] So *Hopt* in FS Koppensteiner, S. 78 zur inhaltlich weitgehend identischen Vorgängerregelung des § 13 WpÜG-DiskE.

einem gewissen Grade verdrängt.[304] Insofern kämen aber hauptsächlich Ansprüche aus der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung in Betracht.[305] Da es sich hierbei um Richterrecht handelt, würde der Privilegierungsgedanke aber voraussetzen, dass die Gerichte eine Anwendung der Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung auf Erwerbsprospekte ohne Existenz des § 12 WpÜG bejahen würden.[306] Eine solche hypothetische Annahme bringt indes viele Unwägbarkeiten mit und da die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung in ihrer jetzigen Form jedenfalls auf die Angebotsunterlage in ihrer Funktion als Erwerbsprospekt keine Anwendung findet, sollte der Privilegierungsgedanke nicht als Haftungsgrund herangezogen werden.[307]

### 3. Privilegierung der Anspruchsinhaber

Gewissermaßen spiegelbildlich zu der zuvor untersuchten Privilegierung der Haftungsverpflichteten ließe sich als Haftungsgrund auch eine Privilegierung der potenziellen Anspruchsinhaber denken. So enthält § 12 WpÜG Darlegungs- und Beweiserleichterungen, die diesen zugute kommen. Neben den bereits zum Privilegierungsgedanken erhobenen Einwänden zeigt gerade die Zweigleisigkeit der von den allgemeinen Grundsätzen mal zu Gunsten der potenziellen Anspruchsinhaber und mal zu Gunsten der potenziellen Anspruchsgegner abweichenden Regelungen, dass hierin kein einheitlicher Haftungsgrund gesehen werden kann.

### 4. Nachträgliche materielle Prospektkontrolle

Bevor der Bieter seine Angebotsunterlage in den Bahnen des § 14 Abs. 3 WpÜG veröffentlichen darf, hat er sie an die BAFin zu übermitteln. Die BAFin wiederum überprüft, ob die Angebotsunterlage den gesetzlichen Voraussetzungen entspricht. Der Prüfungsmaßstab ist allerdings begrenzt; es findet lediglich eine so genannte Evidenzkontrolle statt. Was darunter zu verstehen ist, ergibt sich mittelbar aus § 15 Abs. 1 Nrn. 1 bis 3 WpÜG: Danach ist die Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch die BAFin zu untersagen, wenn das Dokument

---

[304] Einzelheiten zu der Konkurrenz von § 12 WpÜG mit anderen Anspruchsgrundlagen siehe unten 3. Teil, S. 229ff.
[305] *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 98f. befürworteten eine Haftung aus c.i.c. Vgl. dazu ausführlich unten 3. Teil D.V.1, S. 260ff.
[306] So *Hopt* in FS Koppensteiner, S. 78.
[307] Vgl. zu konkurrierenden Ansprüchen aus der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung unten 1. Teil B.III, S. 238.

unvollständig oder offensichtlich rechtswidrig ist oder verspätet übermittelt worden ist. Hintergrund des eingeschränkten Prüfungsumfangs ist das Bestreben des Gesetzgebers, Übernahmeverfahren möglichst zügig durchzuführen.[308] Dies ist letztlich Ausdruck des allgemeinen Beschleunigungsgebots und Behinderungsverbots aus § 3 Abs. 4 WpÜG, das sich zwar nicht unmittelbar an die Behörde richtet, aber den gesetzlichen Zweck offenbart. Dieser Zweck würde aber verfehlt, wenn die BAFin gezwungen wäre, bei der Überprüfung der Angebotsunterlage ggf. umfangreiche Ermittlungen zur Tatsachenfeststellung vorzunehmen (etwa in Hinblick auf eventuelle Bewertungsfragen). Die Beschränkung des Prüfungsumfangs wird flankiert durch die in § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG verankerte Gestattungsfiktion[309], wonach die Veröffentlichung der Angebotsunterlage als gestattet gilt, wenn sie von der BAFin nicht innerhalb von zehn – ausnahmsweise fünfzehn – Werktagen untersagt worden ist.[310]

Der der Verfahrensbeschleunigung geschuldete eingeschränkte Prüfungsumfang birgt die Gefahr, dass Angebotsunterlagen mit Fehlern behaftet sind, aus denen sich ein nicht offensichtlich zu Tage tretender Rechtsverstoß ergibt. § 12 WpÜG ermöglicht nun, im Nachhinein eine materielle Kontrolle der Angebotsunterlage durchzuführen, die umfassend ist.[311] Dies geschieht dann im Rahmen der Prüfung eines Haftungsanspruchs. Möglich ist dies, weil davon auszugehen ist, dass eine Nichtbeanstandung bzw. Gestattung der Angebotsunterlage durch die BAFin auf mögliche Ansprüche aus § 12 WpÜG keinen Einfluss hat.[312]

Eine solche nachträgliche materielle Kontrolle bringt erhebliche Vorteile: Zunächst wird sie dem Übernahmeverfahren nachgelagert und führt daher nicht zu Zeitverlusten, die zu Schädigungen der beteiligten Personenkreise führen könnten. Ihre Schadensbezogenheit sorgt dafür, dass nur relevante materielle Rechtsverstöße überprüft werden. Soweit es zu Streitigkeiten hinsichtlich der Richtigkeit der Angaben kommt, werden unmittelbar die Gerichte damit betraut, ohne dass insoweit noch die BAFin zwischengeschaltet und damit mit zusätzlicher Arbeit belastet würde, die für deren Aufsichtstätigkeit eher nachteilig wäre. So

---

[308] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 29.
[309] Zum Begriff siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 14 Rn. 18.
[310] Zur Gestattungsfiktion und der Fristberechnung siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 14 Rn. 18ff.
[311] Ähnlich *Assmann* AG 2002, 153.
[312] Zur Unerheblichkeit des behördlichen Prüfungsergebnisses siehe unten 1. Teil C.III.1.a), S. 152.

gesehen, ermöglicht § 12 WpÜG eine nachträgliche umfassende materielle Prospektkontrolle, was als Haftungsgrund der Norm angesehen werden kann.

Der Gedanke der materiellen Prospektkontrolle vermag allerdings in Hinblick auf die Funktion der Angebotsunterlage als Erwerbsprospekt nicht hinreichend zu erklären, warum nur eine Gruppe der oben genannten Primäradressaten begünstigt wird, nämlich die annehmenden Wertpapierinhaber. Die Schadensbezogenheit der Prospektkontrolle spricht nicht dafür, da die Rolle der annehmenden Wertpapierinhaber innerhalb von Übernahmeverfahren nicht unbedingt ein höheres Schadensrisiko mit sich bringt als die der verbleibenden Aktionäre, der Zielgesellschaft selbst oder derer Arbeitnehmer. Anders allerdings bei Pflichtangebotsverfahren: Hier drohen in der Tat hauptsächlich den annehmenden Aktionären der Zielgesellschaft Schadensrisiken, die allerdings eher aus einer fehlenden Angemessenheit der Gegenleistung resultieren als aus fehlerhaften Angaben in der Angebotsunterlage.

#### *a) Die präventive Funktion der Angebotsunterlagenhaftung*

Der dargestellten nachträglichen materiellen Prospektkontrolle kommt aber auch eine präventive Funktion zu,[313] die wiederum mittelbar dem Schutz aller beteiligten Personenkreise zugute kommt und nicht nur den tatbestandlich Begünstigten. So muss der Bieter bei der Ausarbeitung der Angebotsunterlage stets eine mögliche Haftung für fehlerhafte Angaben ins Kalkül ziehen und kann sich vor allem nicht auf eine befreiende Wirkung durch die Nichtbeanstandung durch die BAFin verlassen und damit gewissermaßen nichtoffensichtliche Rechtsverstöße in Kauf nehmen.

#### *b) Verlässlichkeit der sachlichen Entscheidungsgrundlage*

Die präventive Wirkung einer möglichen nachträglichen materiellen Prospektkontrolle vermag wiederum zur Erhöhung der Verlässlichkeit der Angebotsunterlage als sachlicher Entscheidungsgrundlage für die von den Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft zu treffende Desinvestitionsentscheidung beitragen. Hierdurch entsteht – im Gegensatz zum typisierten Vertrauen in die Kompetenz des Bieters oder sonstiger Verantwortlicher – ein Vertrauen

[313] *Assmann* AG 2002, 153.

dahin gehend, der Bieter werde keine falschen Angaben machen, um eine Haftung im Nachhinein zu vermeiden.

## 5. Rechtfertigung eines nachträglichen Schutzes für Desinvestitionsentscheidungen

Wie bereits angesprochen, vermag der Gedanke der materiellen Prospektkontrolle nicht zu erklären, warum auf Seiten der Anspruchsinhaber nur eine spezielle Gruppe der Primäradressaten, nämlich die annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, geschützt wird. Da ein solcher spezieller Anlegerschutz nicht willkürlich erfolgt, ist darüber nachzudenken, worin seine besondere Rechtfertigung zu sehen ist.

### *a) Übernahmeangebote*

Bei Übernahmeangeboten steht der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft – spiegelbildlich zur der aufgezeigten Dichotomie dieser Angebotsart[314] – vor zwei Entscheidungen: Zum einen ist er als Aktionär dazu berufen, über den Erfolg der vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Unternehmensakquisition zu entscheiden. Diese Entscheidung hängt aber nicht nur vom Einzelverhalten des jeweiligen Aktionärs ab, sondern von dem Entscheidungsverhalten sämtlicher Aktionäre in ihrer Gesamtheit. Da es aber grundsätzlich an einer Möglichkeit fehlt, das Gesamtverhalten kollektiv abzustimmen – wie es in Form eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses unter Ausschluss des Bieters im Gesetzgebungsverfahren wiederholt gefordert worden ist – ist ein besonderer, nachträglich rechtfertigender Vermögensschutz zu Gunsten des desinvestierenden Wertpapierinhabers gerechtfertigt, um den strukturellen Nachteil der fehlenden Abstimmbarkeit des Gesamtverhaltens aufzuwiegen.

Auf der einzelvertraglichen Ebene, bei der der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft seine individuelle Desinvestitionsentscheidung treffen muss, liegt die Schutzbedürftigkeit in dem Umstand begründet, dass aus wirtschaftlicher Sicht die Angebotsannahme in aller Regel gegenüber der Ablehnung vorzuziehen ist. Denn Letztere droht bei einem erfolgreichen Übernahmeangebot in dem Verbleib in einer Stellung als Minderheitenaktionär mit den damit verbundenen vermögens- und verwaltungsrechtlichen Nachteilen zu resultieren. Hier nützt

[314] Siehe dazu oben 1. Teil B.III.1.a), S. 28.

dem Aktionär der Zielgesellschaft auch die Pflichtangebotsregel aus § 35 WpÜG nichts, da ein solches Pflichtangebot gem. § 35 Abs. 3 WpÜG dann nicht abgegeben werden muss, wenn die Kontrolle über die Zielgesellschaft in Folge eines öffentlichen Übernahmeangebots erlangt wurde.

Nur in solchen Fällen, in denen dem Übernahmeangebot von vorneherein wenig Erfolgschancen eingeräumt werden, kann es für den Aktionär der Zielgesellschaft sinnvoll sein, das Angebot abzulehnen. Die Einschätzung der Erfolgsaussichten setzt aber Kenntnisse voraus, über die der einzelne Aktionär in aller Regel nicht verfügen wird. Neben dem Annahmeverhalten der Mitaktionäre und damit vor allem auch institutioneller Anleger mit signifikantem Anteilsbesitz, ist von besonderer Bedeutung, in welcher Höhe der Bieter bereits an der Zielgesellschaft vor Abgabe des Angebots beteiligt ist. Hierüber hat der Bieter naturgemäß die genauesten Kenntnisse und hierüber muss er auch Angaben in die Angebotsunterlage aufnehmen (vgl. § 11 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 5 WpÜAngVO).[315] Deren Richtigkeit ist damit von elementarer Bedeutung für den Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, so dass es gerechtfertigt erscheint, einen nachträglichen Vermögensschutz bei deren Fehlerhaftigkeit einzuräumen. Der Desinvestitionsschutz kompensiert auf diese Weise die zwischen Bieter und Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft asymmetrisch verteilte Informationslage.

*Schneider* folgert aus der dargestellten Entscheidungssituation einen regelmäßig bestehenden faktischen Zwang zur Annahme des Angebots.[316] Verschärft werde dieser durch den Umstand, das die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft die Bedingungen des Übernahmeangebots nicht mit dem Bieter verhandeln könnten.[317] Gemeint sind hiermit Bedingungen im engeren Sinne, die zum Angebotsinhalt gehören.[318] Dieser Ansicht kann zugestimmt werden, sofern man die Einschränkungen beachtet, die §§ 17, 18 WpÜG dem Bieter bei der Ausgestaltung des Angebotsinhalts auferlegt. Das dadurch entstehende strukturelle Ungleichgewicht bei der Festlegung der einzelnen Vertragsinhalte rechtfertigt in ihrer kompensatorischen Funktion einen nachträglichen Desinvestitionsschutz.

---

[315] Einzelheiten dazu siehe oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(2)(ii), S. 56.
[316] Er spricht von einem unfairen „faktischen *Squeeze-out*“, *Schneider* AG 2002, 125, 126.
[317] *Schneider* AG 2002, 125.
[318] Siehe dazu oben 1. Teil B.III.1.c)bb), S. 31ff. sowie zur Abgrenzung von Angebotsinhalt zu den Angaben 1. Teil B.III.2.d)aa), S. 46ff.

### b) Pflichtangebote

Im Gegensatz zum Übernahmeangebot stellt die Angebotspflicht aus § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG für sich bereits eine Form des Anlegerschutzes dar.[319] Denn sie führt dazu, dass Minderheitsaktionäre ihre Anteile an der Zielgesellschaft zu Bedingungen veräußern können, die von der zwischenzeitlich eingetretenen Kontrollerlangung durch den Bieter bereinigt sind. Um diese bereinigten Bedingungen herstellen zu können, ist der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft aber grundsätzlich auf das gesetzeskonforme Verhalten des Bieters angewiesen. Auch ist ein von der reinen Angebotspflicht gesonderter Desinvestitionsschutz erforderlich, der in erster Linie darauf gerichtet ist, dass diese bereinigten Bedingungen hergestellt werden. Hierunter fällt vor allem die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung.

### c) Besonderheiten bei Tauschangeboten - Neuinvestitionsschutz

Bei Tauschangeboten muss der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft sowohl bei Übernahme- als auch bei Pflichtangeboten neben der Desinvestitions- eine Neuinvestitionsentscheidung treffen. Diese Entscheidung ist auch dann zu treffen, wenn der Bieter alternativ eine Geldleistung anbietet. Die Neuinvestition in die angebotenen Wertpapiere bedarf eines über die damit verbundene Desinvestition der Papiere der Zielgesellschaft hinausgehenden Schutzes.

## IV. Rechtsdogmatische Einordnung der Haftung nach § 12 WpÜG

Im Folgenden soll untersucht werden, wie sich die Angebotsunterlagenhaftung dogmatisch in das deutsche Rechtssystem einfügt. Im Vordergrund steht dabei die Frage, wie die Ansprüche aus § 12 WpÜG unter Berücksichtigung der traditionellen Unterscheidung von deliktischen und vertraglichen Ansprüchen einzuordnen sind. Diese dem deutschen Recht eigentümliche Differenzierung hat vor allem Auswirkungen auf Fragen des internationalen Privatrechts, weil die Vorschriften des EGBGB je nach dogmatischer Anknüpfung unterschiedliche Wege gehen können (Vertrags- und Deliktsstatut).[320] Die Zuordnung anderer Prospekthaftungsnor-

[319] Zu der Anlegerschutzfunktion der Pflichtangebotsregel siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 21.
[320] Siehe zu den kollisionsrechtlichen Fragen unten 2. Teil D.II, S. 218ff.

men und damit vor allem der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ist nach wie vor höchst strittig.[321]

## 1. Vertragliche und quasivertragsrechtliche Komponente

Anders als bei Prospekten, die dem Vertrieb von Vermögensanlagen dienen, üblich, ist die Angebotsunterlage zugleich Prospekt und Vertragsangebot. Der Verwender des Prospekts, nämlich der Bieter, wird nach der Konzeption des WpÜG stets Vertragspartei. Diese Besonderheiten könnten es rechtfertigen, die Haftung aus § 12 Abs. 1 WpÜG als spezielle vertragliche Haftung zu deuten.

Diese Betrachtung würde aber nur den Grund für die Haftung des Bieters liefern, obgleich doch der Tatbestand des § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG, in dem die potenziellen Haftungsverpflichteten definiert werden, viel weiter gefasst ist und den Bieter noch nicht einmal explizit als Haftungsverpflichteten aufführt. Zwischen sonstigen Haftungsverpflichteten und den annehmenden Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft besteht aber gerade kein vertragliches oder vertragsähnliches Verhältnis.

Hinzu kommt, dass es zwar richtig ist, dass Bieter und annehmender Wertpapierinhaber einen individuellen Aktienkauf- bzw. -tauschvertrag schließen. Gleichwohl kommt dieser Vertragsschluss nur innerhalb eines – weitgehend anonymen[322] – Masseverfahrens in Betracht, wie es das öffentliche Angebotsverfahren nach dem WpÜG darstellt. Dies spiegelt sich schon daran wider, dass das Vertragsangebot selbst nur durch seine Veröffentlichung im Internet bzw. in den sonstigen öffentlichen Kanälen wie in § 14 Abs. 3 WpÜG vorgesehen den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft (kollektiv) zugeht. Die Annahme des Angebots setzt noch nicht einmal die Kenntnis der Angebotsunterlage voraus. Die Konzeption, die Angebotsunterlage selbst als das eigentliche Vertragsangebot rechtlich zu charakterisieren, dient dem Gesetzge-

---

[321] Für eine Vertrauenshaftung kraft Gesetzes z.B. *Canaris*, Bankvertragsrecht Rn. 2277; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht § 9 Rn. 80; *Lehmann* WM 1985, 181, 183f.; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 5. Für eine deliktische Zuordnung siehe etwa *Assmann*, Prospekthaftung, S. 377. Für eine Haftung vertraglichen Ursprungs schließlich plädiert *Köndgen* AG 1983, 85, 91.

[322] Diese Anonymität wird selbst in solchen Fällen noch gegeben sein, in denen die Zielgesellschaft Namensaktien ausgegeben hat. Denn der Bieter wird – jedenfalls ohne Mithilfe der Zielgesellschaft – nicht in der Lage sein, deren Aktionäre einzeln anzuschreiben. Kann er dies ausnahmsweise, so muss er dennoch die Veröffentlichung des Angebots nach § 14 Abs. 3 WpÜG vornehmen.

ber gewissermaßen nur als „juristischer Trick“, um die rechtspolitisch erwünschte rechtliche Bindungswirkung mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage herbeizuführen.

Diese Gründe sprechen dagegen, die Haftung aus § 12 WpÜG als rein vertragliche oder vertragsähnliche anzusehen. Dafür sind die zustande gekommenen Verträge zu sehr Produkt eines anonymen Massenverfahrens, als dass sich hieraus eine Haftung prinzipiell für sämtliche fehlerhaften Angabe herleiten ließe. Gleichwohl führt die vertragsrechtliche Konzeption des WpÜG dazu, dass der Angebotsunterlagenhaftung stets eine vertragliche Komponente innewohnt, sofern es um die Haftung des Bieters geht.[323]

## 2. Deliktsrechtsrechtliche Komponente

Schon seiner äußeren Form und seiner inneren Struktur nach weist § 12 WpÜG erhebliche Parallelen zu deliktsrechtlichen Ansprüchen auf. So werden die haftungsrelevante Handlung, Verschulden und Kausalität sowie Mitverschulden in separaten Absätzen geregelt. Am deutlichsten wird die Ähnlichkeit bei der Verjährungsregelung: Genauso wie § 852 Abs. 1 BGB unterscheidet § 12 Abs. 4 WpÜG zwischen relativer und absoluter Verjährung, wobei der Lauf ersterer an einen kognitiven Tatbestand geknüpft ist.

Die tatbestandliche Umschreibung der potenziell Haftungsverpflichteten erinnert an die deliktischen Gefährdungshaftungstatbestände wie etwa der Tierhalter-, Gebäudeeigentümer- oder Produzentenhaftung. Dort ist ähnlich wie bei § 12 Abs. 2 WpÜG eine differenzierte Verschuldensregelung anzutreffen, die zu einer verschuldensunabhängigen Haftung mit Exkulpationsmöglichkeit führt. Zwar geht § 12 Abs. 2 WpÜG einen anderen Weg, indem die Haftung weiterhin als Verschuldenshaftung konstruiert ist, fehlendes Verschulden jedoch vom Haftungsverpflichteten bewiesen werden muss. Im Ergebnis führen beide Gesetzestechniken allerdings zu demselben Ergebnis.

Anders als bei Gefährdungshaftungstatbeständen findet sich in § 12 Abs. 2 WpÜG neben der Beweislastumkehr aber auch ein Haftungsausschluss für leichte Fahrlässigkeit, wie er ansonsten bei vertragsrechtlichen Regelungen in Form des Einstehens nur für die *diligentia*

[323] Vgl. in diesem Zusammenhang die Ausführungen zu mit § 12 WpÜG konkurrierenden vertraglichen Ansprüchen unten 3. Teil D, S. 241ff. und dabei vor allem zu vertraglichen Sekundäransprüchen 3. Teil D.V, S. 259ff.

*quam in suis* zu finden ist. Dabei ist aber zu bedenken, dass die Haftung für grobe Fahrlässigkeit nicht voraussetzt, dass der Haftungsverpflichtete die Sorgfalt, die er in eigenen Angelegenheiten anwendet, verletzen muss. Vielmehr gilt hier ein objektiver Sorgfaltsmaßstab, so dass § 12 Abs. 2 WpÜG weder für noch gegen eine deliktsrechtliche Einordnung spricht.

Die Veröffentlichung einer fehlerhaften Angebotsunterlage lässt sich mit dem Inverkehrbringen eines fehlerhaften Produkts vergleichen: Da die Angebotsunterlage die Grundlage einer vermögensrelevanten Entscheidung darstellt, ist sie abstrakt geeignet, zu Vermögensschäden zu führen. Man kann daher die Angebotsunterlagenhaftung als Gefährdungshaftung eigener Art begreifen, die grundsätzlichen zu den deliktischen Ansprüchen zu zählen ist. Diese deliktische Komponente überlagert die vertragliche Komponente, die ohnehin nur einen Aspekt der Haftung, nämlich die Haftung des Bieters als Vertragspartei, zu begründen vermag.

## B. Der Weg anderer Rechtsordnungen

Es finden sich in anderen nationalen Rechtsordnungen keine spezialgesetzlichen Haftungstatbestände für fehlerhafte Angebotsunterlagen, die mit § 12 WpÜG vergleichbar wären. Im Folgenden soll daher untersucht werden, auf welchem rechtlichem Wege den oben dargestellten Bedürfnissen nach einer materiellen Prospektkontrolle[324] und eines nachträglichen Desinvestitionsschutzes bzw. Neuinvestitionsschutzes[325] in den USA, Großbritannien und in Österreich rechtlich Rechnung getragen werden.

### I. USA

Im Folgenden sollen nur die durch das Bundesgesetz geschaffenen Normen danach untersucht werden, wie eine materielle Prospektkontrolle und ein nachträgliche Neu- bzw. Desinvestitionsschutz erzielt werden.[326]

---

[324] Siehe oben 2. Teil A.III.4, S. 105ff.
[325] Siehe oben 2. Teil A.III.5, S. 108ff.
[326] Siehe zur Mehrschichtigkeit des Regelungsrahmens durch Bundesrecht und einzelstaatlichen Regelungen in den USA oben 1. Teil C.I, S. 75ff.

## 1. Materielle Prospektkontrolle

Eine materielle Prospektkontrolle hinsichtlich des *tender offer statement* bzw. sonstiger *offer materials* kommt nach US-Recht nur im Rahmen impliziter Prüfungen vor.

### *a) SEC*

Anders als nach deutschem oder österreichischem Recht nimmt die SEC als Aufsichtsbehörde keine Überprüfung des *tender offer statement* im Sinne einer inhaltlichen Richtigkeitskontrolle zum Zwecke einer eventuellen Angebotsuntersagung vor. Für die materielle Prospektkontrolle ist vielmehr sec. 14(e) SEA bedeutsam: Nach dieser Vorschrift ist jegliches irreführendes, betrügerisches oder manipulatives Verhalten im Zusammenhang mit dem *tender offer* verboten.[327] Darunter fallen grundsätzlich auch öffentliche unwahre Behauptungen in Hinblick auf relevante Tatsachen, ebenso wie deren Verschweigen.[328] Eine materielle Prospektkontrolle erfolgt anders als in Großbritannien[329] und Österreich[330] sowie zum Teil in Deutschland (§ 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG)[331] auch nicht durch eine Überprüfung des Angebots durch einen unabhängigen Sachverständigen.

Dieses Verbot richtet sich aber nicht nur an den Bieter, sondern auch an das Management der Zielgesellschaft, sofern dieses zu dem Angebot Stellung bezieht. Es umfasst aber nicht nur die Weitergabe falscher Informationen, sondern auch besondere Vorgehensweisen im Zuge der Aktienakquisition, die als manipulativ einzustufen sind, weil sie dazu dienen, die Zielgesellschaft oder deren Aktionäre zu benachteiligen. Die durch das Verbot mögliche materielle Prospektkontrolle beschränkt sich letztlich auf vorsätzliche Falschangeben, die betrügerischen, irreführenden oder manipulativen Charakter haben. Die SEC kann bei Verstößen hiergegen sowohl Strafen verhängen als auch die Durchsetzung der korrigierten Offenlegung im Wege einer Klage verfolgen. In Konkretisierung der Norm hat die SEC zudem in *rule* 14E

---

[327] *Röhrich*, Feindliche Übernahmeangebote, S. 137.
[328] *Helmis* RIW 2001, 825, 828.
[329] Siehe unten 2. Teil B.II.1.b), S. 119.
[330] Siehe unten 2. Teil B.III.1.b), S. 122.
[331] Einzelheiten dazu unten 3. Teil D.III, S. 247.

etliche Vorgehensweisen ihrer Art nach als generell gegen das Verbot verstoßend für unzulässig erklärt.[332]

### *b) Zielgesellschaft*

In den USA ist bislang noch nicht höchstrichterlich geklärt, ob Verstöße gegen sec. 14(e) SEA auch private Klagerechte begründen können.[333] Der *US Supreme Court* hat allerdings entschieden, dass konkurrierende Bieter kein Klagerecht aus dem Verbot betrügerischen Verhaltens herleiten können.[334] Dies ergebe sich aus dem Umstand, dass konkurrierende Bieter nicht oder nur reflexartig vom Schutzzweck des Verbots erfasst würden.[335] Darüber hinaus hat der *US Supreme Court* in einer weiteren Entscheidung festgestellt, dass sec. 14(e) SEA nur Offenlegung verlangt und Verstöße etwa dann nicht vorliegen sollen, wenn das manipulative Verhalten öffentlich erfolgte.[336]

Demgegenüber haben untere Gerichte mehrfach private Klagerechte, gestützt auf Verletzungen von sec. 14(e) SEA, anerkannt.[337] Rechtstechnisch werden die jeweiligen Normen – ähnlich wie bei der Frage nach dem Schutzgesetzcharakter einer Norm bei § 823 Abs. 2 BGB – danach untersucht, ob sie implizit individuelle Klagerechte für bestimmte Personengruppen enthalten (*implied remedies*).[338] In erster Linie ging es insoweit um Klagen der Zielgesellschaft.[339] Zu beachten ist dabei aber, dass nach US-Prozessrecht auch die Aktionäre der Zielgesellschaft in deren Namen gegen Verletzungen von deren Rechten im Wege sog. *derivative suits* gerichtlich vorgehen können. Diese Klagen waren aber nicht auf Schadensersatz, sondern auf den Erlass einer Untersagungsverfügung bzw. einer einstweiligen Verfü-

---

[332] Vgl. *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, pp. 634 et seq.
[333] Der US Supreme Court ist inzwischen restriktiv bei der Akzeptanz neuer Klagegründe aus aufsichtsrechtlichen Vorschriften, vgl. *Ratner/Hazen,* Securities Regulation, § 36, p. 261.
[334] *Piper v. Chris-Craft Indus., Inc.*, 430 U.S. 1, 97 S.Ct. 926, 51 L.Ed.2d 124 (1977); vgl. auch *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, p. 605; *Pitt* 34 Bus.Law. 117 (1978). Zu Einschränkungen siehe aber *Hazen* a.a.O. p. 657.
[335] *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 666.
[336] *Schreiber v. Burlington, Inc.*, 472 U.S. 1, 105 S.Ct. 2458, 86 L.Ed.2d 1 (1985). Ausführlich hierzu *Poser* 40 U.Miami L.Rev. 671 (1986).
[337] Siehe die Aufzählung bei *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, p. 634 (fn. 11).
[338] Die in der *Cort v. Ash* (422 U.S. 66, 95 S.Ct. 2080, 45, L.Ed.2d. [1975]) Entscheidung niedergelegten generellen Voraussetzungen sind hierfür: *(1) the plaintiff belongs to a special class at which the legislation is aimed; (2) a legislative intent to create an implied remedy; (3) an implied remedy is consistent with the overall thrust of the statute; and (4) the subject matter is not one traditionally left to the state law*. Vgl. *Hazen*, Securities Regulation, ch. 13, p. 759.
[339] Z.B. in *Polaroid Corp. v. Disney*, 862 F.2d 987 (6th Cir.1988).

gung zur Vornahme einer Korrektur fehlerhafter *filings* nach sec. 14(d) gerichtet (*preliminary injunctive relief*).[340] Es ging daher vorrangig um die Bekämpfung von feindlichen Übernahmeangeboten im Wege des gerichtlichen Rechtsschutzes (*tender offer litigation*).[341]

Dennoch führt die Anerkennung privater Klagerechte zu einer materiellen Prospektkontrolle, da der Bieter bei fehlerhaften Angaben stets mit einer Klage rechnen muss, die unter Umständen sein Angebot zum Scheitern bringen kann. Anders als bei § 12 WpÜG greift diese Form materieller Prospektkontrolle schon mit Beginn der Veröffentlichung des *tender offer*. § 12 Abs. 1 WpÜG gewährt darüber hinaus keine vorbeugenden Unterlassungsansprüche.[342] Ein entsprechender Anspruch lässt sich auch nicht aus § 11 WpÜG i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB herleiten.[343]

### 2. Nachträglicher Des- bzw. Neuinvestitionsschutz

Ähnlich wie bei den Klagen von Zielgesellschaften geht es auch bei der Frage nach privaten Klagerechten in erster Linie um die Frage, inwiefern deren Aktionäre gegen den Bieter vorgehen können, bevor das *tender offer* abgeschlossen ist. Mehrere untere Gerichte haben ein Klagerecht der Aktionäre der Zielgesellschaft anerkannt, sofern es diesen nicht darum ging, selbst die Kontrolle über die Gesellschaft zu verlieren.[344] Zu bedenken ist dabei aber, dass es in den jeweils zugrunde liegenden Sachverhalten zwar regelmäßig um Fragen eines Desinvestitionsschutzes der Aktionäre der Zielgesellschaft ging. Vorgegangen wurde gegen Bieter jedoch zumeist in solchen Fällen, in denen der Erhalt einer angemessenen Gegenleistung gefährdet war. Diese Fällen lagen Vorgehensweisen des Bieters zugrunde, die nach deutschem Recht unzulässig wären (Bsp.: *two-tier offers*[345]). Schadensersatzklagen auf Grund fehlerhafter Angaben wie bei § 12 Abs. 2 WpÜG werden in der Literatur zwar angedacht,[346] sind aber außerhalb der nach deutschem Recht ohnehin nicht in Frage

---

[340] Zu den notwendigen *filings* nach 14(d) siehe oben 1. Teil C.I.2, S. 77.
[341] Dies hat die Gerichte dazu veranlasst, zunehmend restriktiver vorzugehen bei der Gewährung von Klagerechten, vgl. *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, pp. 665 et seq.
[342] Siehe unten 2. Teil C.VI.1, S. 181f.
[343] Siehe unten 3. Teil E.II.2, S. 265f.
[344] Vgl. *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, p. 656 (fn. 15).
[345] *Two-tier offers* bezeichnet ein zweistufiges Vorgehen, bei dem der Bieter im ersten Schritt eine höhere Gegenleistung als im zweiten anbietet. Da dies bekannt ist, stehen die Aktionäre der Zielgesellschaft schon bei dem ersten Angebot unter erheblichem Verkaufsdruck, wollen sie die höhere Gegenleistung erlangen.
[346] *Hazen*, Securities Regulation, ch. 11, p. 655.

kommenden Fälle bislang nicht gerichtlich entschieden worden. Insbesondere bei Barangeboten sei, so *Jennings/Marsh/ Coffee*, äußerst schwer zu erkennen, wie annehmende Wertpapierinhaber geschädigt werden können, wenn der Angebotspreis bei dem *tender offer* über dem Börsenkurs liege.[347]

Wichtig ist in diesem Zusammenhang das *implied remedy* aus rule 10B-5: Diese Regelung sieht vor, dass es unzulässig ist

> *„to use or employ [utilizing any means or instrumentality of interstate commerce], in connection with the purchase or sale of any security any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of the investors."*

Zu diesen Regeln zählen auch umfassende Offenlegungspflichten. Ähnlich wie im Rahmen von § 12 Abs. 1 WpÜG sind auch Verkäufer von Wertpapieren durch *implied remedies* geschützt. Nachteilig an sich aus rule 10B-5 ergebenden Klagerechten ist allerdings der Umstand, dass der Kläger dem Beklagten positive Kenntnis bzw. Vorsatz (*scienter*) nachwiesen muss.[348] Hierfür genügt es aber, wenn der Beklagte „Aussagen ins Blaue" hinein gemacht hat.[349]

Bei Tauschangeboten gelten hinsichtlich der erhaltenen Wertpapiere dieselben Haftungsgrundsätze wie bei Wertpapierkäufen bzw. -verkäufen.[350] Das US-Recht bietet eine Mehrzahl verschiedener Klagerechte, die sich in vielen Fällen überdecken. Zu beachten ist, dass im Rahmen eines *tender offer* nur solche Wertpapiere angeboten werden dürfen, die bei der SEC registriert worden sind. So gewährt etwa sec. 18(a) SEA ein Klagerecht für einen Anleger, der durch irreführende oder fehlende wesentliche Angaben bei der SEC-Registrierung im Vertrauen auf deren Richtigkeit und Vollständigkeit geschädigt wurde.[351] Diese Haftung ist aber stark eingeschränkt, weil der Kläger bspw. den Nachweis der haftungsbegründenden

---

[347] *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 4, ch. 13, p. 834.
[348] *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 96 S.Ct. 1375, 47 L.Ed.2d 668 (1976).
[349] *Hazen*, Securities Regulation, ch. 13, p. 771: "[…] *but there is substantial authority under common law that making statements in reckless disregard of the truth will suffice to establish scienter.*" Ausführlich zu den einzelnen Voraussetzungen von *scienter* siehe *Hazen* a.a.O., pp. 787 et seq.
[350] *Hazen*, Securities Regulation, ch. 13, p. 777.
[351] Vgl. *Hazen*, Securities Regulation, ch. 13, p. 761.

Kausalität erbringen muss.[352] Daneben kann sich der Beklagte – ähnlich wie bei § 12 Abs. 2 WpÜG – damit verteidigen, dass er „*in good faith*“ handelte und keine Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit der Angaben hatte.[353] Darüber hinaus muss nachgewiesen werden, dass sich die Falschangabe negativ auf den Kaufpreis ausgewirkt hat.[354] Daneben gibt es noch Klagerechte aus secc. 11, 12(1) und 12(2) SA bei Verstößen gegen Registrierungs- und Prospektpflichten.[355] Die Ansprüche richten sich auf eine Rückgabe der unter Verstößen gegen die Pflichten veräußerten Papiere.[356]

## II. Großbritannien

In Großbritannien enthält der CCTM einige Regelungen, die die materielle Prospektkontrolle und einen Des- und Neuinvestitionsschutz gewährleisten können.

### 1. Materielle Prospektkontrolle

Die Überprüfung des *offer document* auf ihre inhaltliche Richtigkeit und Vollständigkeit kann auf mehrere Weisen geschehen, wobei hier zwischen den Beteiligtengruppen unterschieden werden soll, die eine entsprechende Prüfung vornehmen oder erreichen können.

#### *a) Takeover Panel*

Das *Takeover Panel* ist nicht in gleicher Weise in das Angebotsverfahren integriert wie die BAFin. So sieht der CCTM z.B. keine Verpflichtung des Bieters vor, das *offer document* vor dessen Veröffentlichung dem Aufsichtsgremium zuzuleiten und dessen Prüfung der Unterlagen abzuwarten. Gleichwohl kann das *Takeover Panel* jederzeit in einem *statement*

[352] *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 4, ch. 13, p. 787.
[353] *Hazen*, Securities Regulation, ch. 12, p. 750.
[354] *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 4, ch. 13, p. 787.
[355] *Ratner/Hazen*, Securities Regulation, § 36, p. 258. Die unterschiedlichen Klagerechte aus sec. 12 SA und *rule* 10B-5 schließen sich nicht gegenseitig aus.
[356] Vgl. *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 4, ch. 13, p. 785.

Verstöße gegen den CCTM feststellen. Dies betrifft auch fehlerhafte Angaben im Sinne von *Rule* 24 CCTM.[357]

### *b) Unabhängiger Sachverständiger*

In speziellen Fällen sieht *Rule* 3.2 CCTM die Pflicht für den Bieter vor, sich während des gesamten Angebots von einem unabhängigen Sachverständigen (*Rule* 3.3 CCTM) beraten zu lassen.[358] Diese Beratung umfasst auch die Erstellung des *offer document* und erfolgt zu Gunsten der Anteilseigner des Bieters. Die Beratungspflicht besteht aber nur dann, wenn entweder das Übernahmeangebot als sog. *reverse takeover* anzusehen ist oder wenn sich die Verwaltung des Bieters in einem Interessenkonflikt befindet. Ein *reverse takeover* ist dann gegeben, wenn zum Zwecke der Übernahme der Zielgesellschaft das Kapital des Bieters um mehr als 100 Prozent erhöht werden muss.[359] Ein Interessenkonflikt ist demgegenüber z.B. dann anzunehmen, wenn es signifikante unternehmerische oder personelle Überkreuzverflechtungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft gibt oder wenn eine Person sowohl am Bieter als auch an der Zielgesellschaft in erheblichem Maße beteiligt ist.[360]

### *c) Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft*

Ähnlich wie nach US-Recht ist ein Recht der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in Betracht zu ziehen, gerichtlich die Durchführung eines Angebots zu verhindern, wenn die *offer documents* irreführend sind. Bislang ist eine solche Klage jedoch noch nicht angestrengt worden, so dass die Rechtslage in Großbritannien insoweit noch nicht eindeutig geklärt zu sein scheint.[361] *Keenan* verweist auf ein Gerichtsurteil aus dem Jahre 1972, das folgende rechtliche Einschätzung erlaube:[362]

> *„If an offer document or a recommendation circulated by the directors of the offeree company contains a false or misleading statement made knowingly, or presumably, if such a document omits information known to the persons issuing it which the law or good practice requires it to contain, any shareholder of the class to whom the bid is*

[357] Vgl. zu den speziellen Sanktionsmöglichkeiten des *Takeover Panel* oben 1. Teil C.II.2, S. 81.
[358] Die Zielgesellschaft ist demgegenüber generell zur Beratungsaufnahme verpflichtet, vgl. *Rule* 3.1 CCTM.
[359] Vgl. *Notes on Rule* 3.2 *No*. 2.
[360] Vgl. *Notes on Rule* 3.2 *No*. 3.
[361] Vgl. *Keenan*, Company Law, p. 475.
[362] *Keenan*, Company Law, p. 475.

> *addressed may apply to the court for an injunction to restrain the offeror from processing with the bid or declaring it unconditional.“*[363]

## 2. Nachträglicher Des- bzw. Neuinvestitionsschutz

Der CCTM enthält keine dem § 12 WpÜG vergleichbare Anspruchsgrundlage. Abgesehen von der zuvor dargestellten Möglichkeit, durch Unterlassungsklagen einen vorbeugenden Desinvestitionsschutz zu erlangen, kennt das Recht Großbritanniens keine spezielle Schadensersatznorm, die annehmenden Wertpapierinhabern als Veräußerer von Aktien der Zielgesellschaft vor Vermögenseinbußen im Sinne eines nachträglichen Desinvestitionsschutzes schützt. Denkbar wäre die Anwendung von sec. 150 para. 1 FSMA[364], wonach für Verstöße gegen aufsichtsbehördliche Regeln auf Schadensersatz gehaftet werden kann. Allerdings sind das *Takeover Panel* nicht als staatliche Behörde und der CCTM nicht als aufsichtsbehördliche Regelung[365] anzusehen.[366] Der Vermögensschutz wird allerdings schadensunabhängig durch die Regelungen zur *partial offer* (Teilzuteilung) und *mandatory offer* (Pflichtangebot) erzielt.

Sofern Wertpapiere als Gegenleistung angeboten werden, ist das *offer document* als *prospectus* anzusehen,[367] mit der Folge, dass die annehmenden Wertpapierinhaber Ansprüche aus der Prospekthaftung haben können. Für börsennotierte Wertpapiere enthält sec. 90 FSMA einen speziellen Haftungstatbestand, wonach für unrichtige und unvollständige Angaben auf Ersatz von Vermögenseinbußen (*losses*) gehaftet wird.[368] Darüber hinaus ist nach dem *common law* eine Haftung für *fraud*[369] oder *negligance*[370] in Betracht zu ziehen, wobei die Gerichte nach und nach die Anforderungen an den Nachweis des Verschuldens bzw. gelockert bzw. die Anforderungen an die Sorgfaltspflichten bei der Erstellung des Prospekts verschärft haben.[371]

---

[363] *Judgment of Brightman J* in *Gething v Kilner* [1972] 1 WLR 337. Zur (zu verneinenden) Frage, ob § 12 WpÜG Ansprüche auf Unterlassung gewähren kann siehe unten 2. Teil C.VI.1, S. 181 sowie unter Schutzgesetzaspekten 3. Teil E.II.2, S. 265.

[364] Ausführlich zum neuen *Financial Services and Markets Act* aus dem Jahre 2000 siehe *Fleischer* RIW 2001, 817.

[365] Zur rechtlichen Charakterisierung von *Takeover Panel* und *City Code* siehe oben 1. Teil C.II.1, S. 80ff.

[366] Sec. 150 para. 4 FSMA nimmt *listing rules* ausdrücklich von der Schadensersatzpflicht aus, vgl. *Fleischer* RIW 2001, 817, 824.

[367] *Keenan*, Company Law, p. 471.

[368] Abgesehen von der Rechtsfolge ähnelt sec. 90 FSMA stark den §§ 44ff. BörsG, vgl. im Einzelnen *Fleischer* RIW 2001, 817, 822f.

[369] *Derry v Peek* [1889] 14 App Cas 337.

[370] *Caparo Industries v Dickman* [1990] 1 All ER 568; *Al-Nakib Investments (Jersey) Ltd. v Longcroft* [1990] 3 All ER 321.

[371] *Prossfund Custodian Trustee Ltd. v Victor Derek Diamond* [1996] 2 All ER 774.

Die *common law*-Rechtsbehelfe gelten auch bei nicht-börsennotierten Wertpapieren, so dass im Ergebnis die Haftungsmaßstäbe ähnlich wie im deutschen Recht identisch sind.[372] Ein Prospekthaftungsanspruch kann nach *common law* schließlich auch auf Vertragsaufhebung gerichtet sein.[373] Diese Rechtsfolge kann sich sogar bei unverschuldeten Falschangaben ergeben.[374] Im Zusammenhang mit einem Aktientausch und einer Übernahme ist es aber sehr fraglich, ob die Gerichte einen Anspruch auf Vertragsaufhebung gewähren würden.[375]

## III. Österreich

Auch im österreichischen Gesetz sind die Bedürfnisse nach einer materiellen Prospektkontrolle und einem Des- bzw. Neuinvestitionsschutz rechtlich umgesetzt worden.

### 1. Materielle Prospektkontrolle

Die materielle Prospektkontrolle wird in Österreich in erster Linie auf zwei Wegen bewerkstelligt: Zum einen ist die Überprüfung der Angebotsunterlage durch die Übernahmekommission intensiver ausgestaltet als nach § 15 WpÜG und zum anderen sieht § 9 öÜbG eine Prüfung durch einen unabhängigen Sachverständigen vor, wie es sie das deutsche Recht nicht kennt.

#### *a) Übernahmekommission*

Wie schon an anderer Stelle dargestellt nimmt die Übernahmekommission ihrer Aufsichtsfunktion auch quasigerichtliche Befugnisse wahr[376] und muss schon aus diesem Grund die Rechtmäßigkeit und damit die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage umfassender prüfen als die BAFin. Während letztere nur eine formale Evidenzkontrolle übernimmt und die Angebotsunterlage in erster Linie auf offensichtliche Gesetzesverstöße überprüft, kann die Übernahmekommission jegliche Rechtswidrigkeit feststellen. Darüber hinaus überwacht sie das Angebotsverfahren während dessen gesamten Verlaufs und kann jederzeit

[372] Vgl. *Keenan*, Company Law, p. 193.
[373] *Edgington v Fitzmaurice* [1885) 29 Ch. D. 459.
[374] *Fleischer* RIW 2001, 817, 824, vgl. auch *Mayson/French/Ryan*, Company Law, ed. 17, 2000, p. 203.
[375] Eine entsprechendes Urteil fehlt. Siehe in diesem Zusammenhang unten 2. Teil C.VI.4.b)bb)(1), S. 200.
[376] Siehe schon oben 1. Teil C.III.1, S. 84.

eine nachträgliche Untersagung des Angebots herbeiführen oder zumindest eine Stellungnahme abgeben, wonach das Angebot rechtswidrig ist. Verstöße gegen solche Rechtsakte können zu einer Strafbarkeit der verantwortlichen Personen nach § 34 öÜbG führen. Insgesamt betrachtet wird daher die (nachträgliche) Prospektkontrolle auf dem aufsichtsrechtlichen Weg verbunden mit eventuellen Strafsanktionen erreicht, während der deutsche Gesetzgeber den Weg der individuellen privatrechtlichen Schadensersatzhaftung gegangen ist.

### *b) Unabhängiger Sachverständiger*

Ein weiterer Baustein zur Gewährleistung der Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage ist die in § 9 öÜbG geregelte Überprüfung der Angebotsunterlage durch einen unabhängigen Sachverständigen. Als solcher kommen insbesondere Wirtschaftsprüfer, Investmentbanken, Kreditinstitute und sonstige Finanz- bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Betracht (§ 9 Abs. 2 öÜbG). Der unabhängige Sachverständige muss während des gesamten Verfahrens zur Beratung des Bieters herangezogen werden. Seine Prüfung bezieht sich sowohl auf die Gesetzmäßigkeit der Angebotsunterlage als auch auf die inhaltliche Richtigkeit der darin enthaltenen Angaben.[377]

Fehler, die dem Sachverständigen unterlaufen, können unter Umständen zu dessen Haftung nach den Grundsätzen des Vertrags mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter führen.[378] Eine weitere Haftung kann den Bieter aus *culpa in contrahendo* treffen, da der Sachverständige als dessen Erfüllungsgehilfe angesehen wird.[379] Anders als bei § 12 WpÜG ist eine solche mögliche Haftung weder konturiert, noch wird sie im Einzelnen in der österreichischen Literatur näher erörtert. Käme eine solche Haftung in Betracht, so wäre sie aber nicht auf den Schutz der Beteiligungspapierinhaber beschränkt und würde darüber hinaus bereits bei einfacher Fahrlässigkeit eingreifen. Um das damit verbundene finanzielle Ausfallrisiko zu minimieren, schreibt der Gesetzgeber in § 9 Abs. 2 öÜbG vor, dass als Sachverständiger nur solche Personen beauftragt werden können, die über ausreichende Kapitalreserven verfügen.

---

[377] *Huber/Löber* öÜbG § 9 öÜbG Rn. 23. Zu Fragen einer dem § 13 Abs. 2 WpÜG vergleichbaren Ausfallhaftung siehe unten 3. Teil D.III.4.c), S. 258.
[378] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 9 Rn. 6, 17.
[379] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 9 Rn. 5.

### 2. Nachträglicher Des- bzw. Neuinvestitionsschutz

Bei Barangeboten sind die vom Bieter anzubietende Gegenleistung sowie die für deren Ermittlung angewandten Bewertungsmethoden ebenfalls zu überprüfen, wie § 9 Abs. 1 Satz 2 öÜbG ausdrücklich hervorhebt. Die Überprüfung ist dabei in Hinblick auf die Mindestpreisregeln des § 26 öÜbG vorzunehmen. Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass den Beteiligungspapierinhabern im Zuge ihrer Desinvestition eine angemessene Gegenleistung gewährt wird.

Hinzu kommt die Möglichkeit, bei der Übernahmekommission auf Antrag die Angemessenheit in einem speziellen Verfahren überprüfen zu lassen. Hierdurch ist der Beteiligungspapierinhaber davor geschützt, dass sowohl dem Bieter als auch dem unabhängigen Sachverständigen Fehler bei deren Ermittlung unterlaufen. Zu bedenken ist in diesem Zusammenhang, dass insbesondere bei Pflichtangeboten der Bieter dazu neigen wird, die anzubietende Gegenleistung möglichst gering zu halten.

Bei Tauschangeboten ist der Beteiligungspapierinhaber vor Verlusten im Zusammenhang mit den als Gegenleistung erhaltenen Wertpapieren durch die Prospekthaftung nach § 11 Abs. 1 öKMG bzw. § 80 Abs. 1 öBörseG – bei Beantragung der Börsenzulassung für die ausgegebenen Tauschpapiere – geschützt. Als Haftende kommen der Bieter und der unabhängige Sachverständige in dessen gleichsam wahrgenommener Funktion als Prospektkontrollor gem. § 8 öKMG in Betracht.[380] Auf diese Weise wird die in der Annahme des Angebots liegende Neuinvestition vermögensrechtlich abgesichert.

## C. Einzelne Haftungsvoraussetzungen

Der Aufbau des Tatbestands des § 12 WpÜG orientiert sich an den speziellen Prospekthaftungsnormen der §§ 44ff. BörsG sowie § 13 VerkProspG, wobei letztere Norm allerdings in der Hauptsache auf die börsengesetzliche Regelung verweist. Ähnlich wie bei § 12 AuslInvG und § 20 KAGG wurde die Haftungsregelung in einer Norm zusammengefasst. In seinen Einzelregelungen folgt § 12 WpÜG ebenso wie seine Vorbilder der für deliktische Ansprüche

[380] *Huber/Löber* öÜbG § 7 Rn. 42.

charakteristischen Form und damit vor allem der Differenzierung nach Kausalität, Verschulden und Schaden.

## I. Haftungsverpflichtete

§ 12 Abs. 1 WpÜG enthält in seinen Nrn. 1 und 2 eine positive Aufzählung der Personengruppen, die als Haftungsverpflichtete in Betracht kommen können. Der Katalog ist abschließend: Rechtssubjekte, die die Voraussetzungen des § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG nicht erfüllen, können nach dieser Norm nicht in Anspruch genommen werden,[381] selbst wenn sie bei der Erstellung der Angebotsunterlage mitwirken und pflichtwidrig fehlerhafte Angaben aufnehmen. Prinzipiell führt diese Regelung daher zu einer Einschränkung des Kreises der potenziell Haftenden. Die Determinierung der Haftungsverpflichteten wird aber durch den Umstand aufgeweicht, dass die beiden Tatbestände des § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG recht weit gefasst sind.

Die Eingrenzung der Haftung in personeller Hinsicht auf Seiten der Haftenden findet sich auch in den anderen speziellen Prospekthaftungsnormen. Gesetzestechnisch handelt es sich dabei um eine besondere Eigenart dieser Form von Ansprüchen: Üblicherweise knüpft das deutsche Recht nämlich die eventuelle Haftung eines Rechtssubjekts entweder an eine Handlung bzw. Unterlassung oder an die Zurechnung der Handlung bzw. des Unterlassens eines anderen Rechtssubjekts, jeweils ohne Ansehen der Person, an. Allerdings finden sich auch im allgemeinen Deliktsrecht Normen, die auf die funktionale Eigenschaft einer Person abstellen, so vor allem im Bereich der Gefährdungshaftung wie etwa bei der Produzentenhaftung oder auch der Tierhalterhaftung aus § 833 BGB.

Bei genauerer Betrachtung zeigt sich, dass § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG die in Betracht kommenden Haftungsverpflichteten zwar typisierend aufführt, bei der Herausbildung der Typen aber letzten Endes sowohl auf Handlungs- als auch auf Zurechnungselemente abstellt. Diese Vermischung von Eigenhandlungen und der Zurechnung von Fremdhandlungen findet sich in beiden Tatbestandsalternativen der Haftungsverpflichteten wieder. Zum Teil lassen sich § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG daher als spezielle Zurechnungsnormen in Bezug auf

[381] Vgl. für die Verkaufsprospekthaftung *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 48.

die haftungsrelevante Tathandlung identifizieren. Bei anderen Tatbestandsmerkmalen – wie etwa dem Verschulden – bleibt es demgegenüber bei den allgemeinen Zurechnungsnormen.[382]

## 1. Verantwortliche

Gemäß § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG kommen als Haftungsverpflichtete diejenigen Personen in Betracht, die für die Angebotsunterlage die Verantwortung übernommen haben. Die Verantwortungsübernahme muss dabei nach außen hin erkennbar erfolgt sein,[383] was durch § 11 Abs. 3 WpÜG erreicht wird. Nach dieser Norm muss die Angebotsunterlage Identitätsangaben (Firma, Sitz bzw. Wohnsitz, Anschrift etc.) zu den Verantwortlichen sowie eine besondere Erklärung dieser Personen enthalten.

### *a) Formale Bestimmung der Verantwortlichkeit*

Zunächst ist die Eigenschaft der potenziellen Haftungsverpflichtung als Verantwortlicher daher formal zu bestimmen. Es genügt, wenn die betreffenden Personen gem. § 11 Abs. 3 WpÜG als solche in der Angebotsunterlage aufgeführt werden und sie die geforderte Erklärung über die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben abgeben (Richtigkeitserklärung). Aus letzterem Umstand ergibt sich, dass grundsätzlich die Mitwirkung derjenigen Person notwendig ist, die als Verantwortliche in der Angebotsunterlage genannt wird.

Wegen des formalen Charakters der Verantwortungsübernahme als Pflichtangabe nach § 11 Abs. 3 WpÜG kommt der Richtigkeitserklärung abgesehen von der daran anknüpfenden potenziellen Haftungsverpflichtung kein weiterer materieller Rechtsgehalt zu. Auf Grund des gesetzlichen Regelungszusammenhangs kommt der Richtigkeitserklärung insbesondere keine Garantiefunktion zu, die zu einer (verschuldensunabhängigen) Haftung neben der Angebotsunterlagenhaftung führen würde. Aus der formalen Verantwortungsübernahme nach § 11 Abs. 3 WpÜG ergibt sich nämlich nach außen erkennbar, dass gerade kein dahin gehender Rechtsbindungswille des Erklärenden zur Übernahme einer Garantiehaftung für die Angaben in der Angebotsunterlage über § 12 WpÜG hinaus vorhanden ist. Letztlich handelt es sich bei der Richtigkeitserklärung daher auch nicht um eine Willenserklärung im Rechtssinne. Es

[382] Zum Verschulden siehe unten 1. Teil C.V, S. 169.
[383] *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 16.

kommt vielmehr nur auf die tatsächliche Abgabe der Richtigkeitserklärung durch die verantwortliche Person an. Die Verantwortungsübernahme ist deshalb weder anfechtbar noch kann sie aus anderen Rechtsgründen nichtig sein.

§ 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG ist die wörtliche Entsprechung von § 44 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 BörsG. Das Pendant zu § 11 Abs. 3 WpÜG findet sich in § 14 BörsZulVO. Hier wie dort erfolgt die Verantwortungsübernahme auf einer freiwilligen Basis. Zwar ist die Angabe nach § 11 Abs. 3 WpÜG für sich obligatorisch, doch muss sie nur dann gemacht werden, wenn tatsächlich jemand die Verantwortung übernimmt. Entsprechendes gilt im Regelungszusammenhang von § 13 VerkProspG, § 2 Abs. 2 VerkProspVO, § 44 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 BörsG. Während in der Praxis bei Börsenzulassungs- oder Verkaufsprospekten in vielen Fällen die emissionsbegleitenden Banken neben dem Emittenten die Verantwortungsübernahme erklären, um die Attraktivität der zuzulassenden bzw. anzubietenden Wertpapiere zu erhöhen, stellt sich die Frage, ob sich eine entsprechende Praxis auch im Rahmen von Übernahme- oder Pflichtangeboten herausbilden wird. Bislang ist dies in den veröffentlichten Angebotsunterlagen nicht zu beobachten gewesen. Soweit ersichtlich, hat stets nur der Bieter selbst die Erklärung nach § 11 Abs. 3 WpÜG abgegeben, nicht aber weitere Personen.[384]

### *b) Materielle Bestimmung der Verantwortlichkeit*

Neben der formalen Stellung als Verantwortlicher durch die Angabe in der Angebotsunterlage nach § 11 Abs. 3 WpÜG kommt auch eine potenzielle Haftungsverpflichtung auf Grund einer materiellen Verantwortungsübernahme in Betracht. Diese ist denkbar, wenn eine Person den Anschein erweckt, sie wolle für die Richtigkeit der Angaben einstehen, ohne als Verantwortliche explizit aufgeführt zu werden. Das Einstehenwollen kann sich dabei konkludent aus der Haltung der betreffenden Personen ergeben. Soll diese Haltung das Angebot unterstützen, so wäre es nicht gerechtfertigt, solche Personen von der Haftung nach § 12 WpÜG nur deshalb auszunehmen, weil bspw. die formale Richtigkeitserklärung fehlt.[385] Umgekehrt sollte dieser formelle Mangel nicht dazu führen, dass derjenige, der die Verantwortung außerhalb der Vorschrift des § 11 Abs. 3 WpÜG materiell übernimmt, unter Umständen nach der

[384] Zur Frage, ob der Bieter die Verantwortung kraft Gesetzes übernehmen muss siehe unten 1. Teil C.I.1.e)aa), S. 129ff.
[385] Im Ergebnis ähnlich für § 44 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 BörsG: *Hamann* in Schäfer § 45 BörsG n.F. Rn. 11 i.V.m. § 45 BörsG a.F. Rn. 40.

allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung schärfer haftet als derjenige, der die Richtigkeitserklärung ausdrücklich abgibt und damit die Verantwortung deutlicher übernimmt.

Eine materielle Verantwortungsübernahme kann allerdings auch außerhalb der Angebotsunterlage erfolgen. Gibt jemand bspw. angebotsbegleitend eine Erklärung des Inhalts ab, er habe das Angebot geprüft und halte die Angaben für richtig, so ist er als materieller Verantwortungsübernehmer im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG anzusehen, sofern er dies ersichtlich zur Unterstützung des Angebots tut. Aus seinen Äußerungen muss aber klar erkennbar werden, dass er für die Richtigkeit der Angaben im Zweifel auch einstehen will. Denn nur dann kann von einer Übernahme der Verantwortung gesprochen werden.

### *c) Selbständige Garantieerklärungen*

Von der materiellen Verantwortungsübernahme im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG abzugrenzen sind etwaige Garantieerklärungen. Wie schon oben dargelegt, liegt in der formellen Verantwortungsübernahme gem. § 11 Abs. 3 WpÜG keine solche Garantieerklärung, da ein entsprechender Rechtsbindungswille in der Richtigkeitserklärung nicht gesehen werden kann. Entsprechendes gilt grundsätzlich für Fälle der materiellem Verantwortungsübernahme, die außerhalb von § 11 Abs. 3 WpÜG erfolgt. Nur dann, wenn der die Verantwortung Übernehmende zu erkennen gibt, dass er über § 12 WpÜG hinaus für sämtliche Fehler in der Angebotsunterlage ohne Verschulden haften will, wäre eine Garantieerklärung anzunehmen. Sofern diese in der Angebotsunterlage selbst abgegeben wird, kommt dann zwischen dem Erklärenden und den annehmenden Wertpapierinhabern neben dem Aktienkauf- bzw. -tauschvertrag mit dem Bieter ein Garantievertrag mit demjenigen zustande, der die Garantie geben will. In der Praxis sind solche Fälle allerdings nicht zu erwarten. Da eine materielle Garantieerklärung gegenüber der bloßen Verantwortungsübernahme ein rechtliches Mehr darstellt, tritt neben die Garantiehaftung die Haftung nach § 12 WpÜG. Letztere wird nicht verdrängt, da sie zum Teil von den allgemeinen Grundsätzen abweichende Erleichterungen für die Begründung eines Anspruchs zu Gunsten der Anspruchsinhaber bereit hält.

### d) Partielle Verantwortungsübernahme

Erfolgt die Verantwortungsübernahme in der Form des § 11 Abs. 3 WpÜG, so wird dadurch die potenzielle Haftung für eine Fehlerhaftigkeit sämtlicher (wesentlicher) Angaben in der Angebotsunterlage begründet.[386] § 11 Abs. 3 WpÜG sieht nämlich nicht vor, die Richtigkeitserklärung nur für einzelne Angaben abzugeben. Demzufolge ist es auf diesem Wege nicht möglich, die Haftung auf die Unrichtigkeit einzelner Angaben zu beschränken. Entsprechendes gilt für Fälle einer materiellen Verantwortungsübernahme, da sich diese inhaltlich nicht von der formellen Verantwortungsübernahme unterscheidet.

Da das Gesetz aber nur für den Bieter eine Pflicht zur formellen Verantwortungsübernahme kennt, bleibt es anderen Personen unbenommen, freiwillig eine Haftung nur für bestimmte Angaben zu übernehmen. In § 13 WpÜG ist ein besonderer Fall einer solchen partiellen Verantwortungsübernahme geregelt.[387] Daneben kann dies etwa im Wege einer selbständigen Garantieerklärung geschehen. So ist es denkbar, dass ein Wirtschaftsprüfer, der die Bewertung der Aktien der Zielgesellschaft vorgenommen hat, für die Richtigkeit der Bewertung ohne Verschulden einstehen will. Wahrscheinlicher ist aber, dass in solchen Fällen eine Haftung aus der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung in Betracht zu ziehen ist,[388] da nur selten einer Erklärung in der Angebotsunterlage zur Richtigkeit bestimmter Angaben ein Garantiewille entnommen werden kann. Ein Konkurrenzproblem zu § 12 WpÜG besteht dann nicht, da es an einer Verantwortungsübernahme für die Angebotsunterlage in ihrer Gesamtheit im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG gerade fehlt und eine Pflicht hierzu nicht besteht.

### e) Einzelne Gruppen potenziell verantwortlicher Personen

Bislang sind in der Praxis nur Angebotsunterlagen veröffentlicht worden, bei denen lediglich der Bieter selbst die Verantwortung im Sinne von §§ 11 Abs. 3, 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG übernommen hat. Dennoch ist für die Zukunft denkbar, dass typischerweise noch andere Personen

---

[386] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 18; für die Verkaufsprospekthaftung vgl. *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 48; für die börsengesetzliche Haftung vgl. *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 54; *Sittmann* NZG 1998, 490, 493.

[387] Siehe dazu gleich 1. Teil C.I.1.e)dd), S. 132f., sowie allgemein zum Konkurrenzverhältnis von § 12 zu § 13 WpÜG unten 3. Teil D.III, S. 247ff.

[388] Ähnlich *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Fn. 49.

die Verantwortung übernehmen. Bei der Typisierung einzelner Gruppen von Verantwortlichen kann danach unterschieden werden, ob die Verantwortungsübernahme auf einer gesetzlichen Pflicht beruht oder freiwillig geschieht.

*aa) Der Bieter als Pflichtverantwortlicher*

§ 11 Abs. 1 Satz 5 WpÜG enthält die Pflicht für den Bieter, die Angebotsunterlage zu unterzeichnen. Handelt es sich bei diesem um eine juristische Person, wird die Unterzeichnung vom vertretungsberechtigten Organ vorgenommen. In der Literatur wird diese Unterzeichnung des Bieters mit einer Verantwortungsübernahme nach § 11 Abs. 3 WpÜG gleichgesetzt.[389] Die Pflicht des Bieters zur Unterzeichnung der Angebotsunterlage führt damit zu einer Pflicht zur Verantwortungsübernahme im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG.

Die Gleichsetzung von Unterzeichnung und Verantwortungsübernahme ist insofern bedenklich, als der Bieter nach § 11 Abs. 1 Satz 5 WpÜG anders als die Verantwortlichen nach § 11 Abs. 3 WpÜG keine Richtigkeitserklärung abzugeben hat. Allerdings lässt sich bereits der Unterzeichnung und deren Stellenwert im Wirtschaftsleben entnehmen, dass für die Richtigkeit der gemachten Angaben eingestanden werden soll.[390] Nach der hier vertretenen dogmatischen Konzeption handelt es sich bei der Unterzeichnung der Angebotsunterlage um eine materielle Verantwortungsübernahme.[391] Im Ergebnis führt die Pflicht zur Unterzeichnung daher stets dazu, dass der Bieter als Verantwortlicher im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG anzusehen ist.[392]

Als Pflichtverantwortlicher kann ausnahmsweise auch der Vorstand der Zielgesellschaft in Betracht kommen. Gemeint ist der Fall des so genannten *Management Buy Outs*, bei dem der Vorstand selbst als Bieter anzusehen ist.[393] Tritt er als Bieter auf, so gelten für seine Pflichtverantwortung nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG aber keine Besonderheiten. Zu beachten ist nur,

---

[389] *Assmann* AG 2002, 153, 157; *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 11 Rn. 7, 89; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 19; unklar *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 16, der aber die potenzielle Haftung des Bieters vorauszusetzen scheint, ohne dies allerdings ausdrücklich darzulegen.
[390] So auch Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 41.
[391] Siehe oben 1. Teil C.I.1.b), S. 126.
[392] Zum Bieterbegriff siehe unten 1. Teil C.I.2.c)aa), S. 138ff. Gemeint ist hier der formelle Bieter, also derjenige, der als Bieter unterzeichnet.
[393] Zur Anwendbarkeit des WpÜG auf Fälle des *Management Buy Out* siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 2 Rn. 12.

dass in solchen Fällen die Stellungnahmepflicht aus § 27 WpÜG für den Vorstand entfällt, da es wenig praktikabel erscheint, ihn zu seiner eigenen Angebotsunterlage Stellung nehmen zu lassen. Gleichwohl bleiben die Pflichten aus § 27 WpÜG für den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bestehen.

*bb) Pflichtverantwortlicher bei Bieterkonsortien*

Wird das Übernahme- oder Pflichtangebot von mehreren Bietern gemeinsam abgegeben, so spricht man von einem Bieterkonsortium. Das Konsortium selbst ist rechtlich als eine Innen-GbR einzustufen, da in der Regel die einzelnen Konsorten nach außen als Bieter auftreten werden und nicht das Konsortium als solches.[394] Ansonsten wäre es als Außen-GbR zu charakterisieren.

Bei Bieterkonsortien in Form einer Innen-GbR müssen grundsätzlich alle Konsorten die Angebotsunterlage unterzeichnen. Demzufolge sind auch alle Konsortialmitglieder als Pflichtverantwortliche im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG anzusehen. Die haftungsrechtliche Lage korrespondiert damit mit der vertragsrechtlichen: Denn bei Bieterkonsortien in Form einer Innen-GbR können die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft die Annahme des Angebots gegenüber jedem der Konsortialmitglieder erklären. Ebenso können sie auch jeden nach § 12 WpÜG in Anspruch nehmen, ohne auf den eigentlichen Vertragspartner beschränkt zu sein.

Tritt das Bieterkonsortium als Außen-GbR auf, so ist die Angebotsunterlage nur von dem Konsortialführer als Vertretungsberechtigtem zu unterzeichnen. Demzufolge ist auch nur das Konsortium als Verantwortlicher im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG anzusehen. Fraglich ist allerdings, ob die einzelnen Konsorten eine Haftung auf Grund ihrer Stellung eines persönlich haftenden Gesellschafters einer GbR treffen kann. Hierfür wäre nach den zivilrechtlichen Grundsätzen entscheidend, ob es sich bei den Ansprüchen aus § 12 WpÜG um

[394] Die Aufteilung der erworbenen Aktien, die anfallenden Kosten und die spätere gemeinschaftliche Stimmrechtsausübung werden ausschließlich im Innenverhältnis der Konsortialmitglieder geregelt. Der dem zugrunde liegende Konsortial- und Poolvertrag führt zu der gesellschaftsrechtlichen Verbundenheit der Konsorten. Zu Einzelheiten der rechtlichen Charakterisierung von Konsortien oder Stimmrechtspools vgl. *Bärwaldt* in HdbPersG § 20 Rn. 11ff.

deliktische oder vertragliche Haftungsansprüche handelt,[395] da dies zu einer unterschiedlichen (akzessorischen) Haftung für die Gesellschafter der GbR führen kann. Im Zusammenhang mit Bieterkonsortien kann diese Frage aber offen bleiben, da die einzelnen Konsorten stets Haftungsverpflichtete im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG als Veranlassende[396] sind und deswegen originär haften.

*cc) Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen*

Für mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen kennt das Gesetz keine spezielle Unterzeichnungspflicht. Daher trifft sie grundsätzlich auch keine Pflicht zur Verantwortungsübernahme im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG. Soweit sich die Eigenschaft als gemeinsam handelnde Person allerdings aus einem mit dem Bieter abgestimmten Verhalten bei dem Erwerb von Stimmrechten der Zielgesellschaft ergibt (§ 2 Abs. 5 Satz 1 1. Alt. WpÜG), können solche Personen in vielen Fällen selbst als Bieter anzusehen sein, so dass sie die Pflicht aus § 11 Abs. 1 Satz 5 WpÜG zur Unterzeichnung der Angebotsunterlage in eigener Person trifft, wenn sie nach außen hin beim Erwerb von Aktien unterstützend tätig werden. Die Rechtslage ist dann identisch mit der bei Bieterkonsortien.

Bei Pflichtangeboten wiederum sind Fälle denkbar, in denen mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen in eigener Person die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG überschritten haben.[397] Denn wegen § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG sind Stimmrechte, deren Ausübung auf Grund eines auf Dauer angelegten abgestimmten Verhaltens erfolgt (*acting in concert*), wechselseitig den sich abstimmenden Personen zuzurechnen.[398] Das entspricht der Definition gemeinsam handelnder Personen nach § 2 Abs. 5 Satz 1 2. Alt. WpÜG. Daraus folgt, dass sämtliche auf diese Weise gemeinsam handelnden Personen die Angebotspflicht aus § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG erfüllen müssen. Beispielhaft seien hier Stimmrechtspools erwähnt. Den Mitgliedern dieses Stimmrechtspools bleibt es aber offen, ob sie das Pflichtangebot gemeinsam oder getrennt abgeben wollen.[399] Bilden sie zu diesem Zweck ein Bieterkonsor-

---

[395] Ausführlich zur dogmatischen Einordnung der Angebotsunterlagenhaftung in das deutsche Recht siehe oben 1. Teil A.IV, S. 110ff.
[396] Einzelheiten dazu siehe unten 1. Teil C.I.2, S. 134ff.
[397] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 36.
[398] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 30 Rn. 45.
[399] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 38.

tium in Form einer Außen-GbR, so sind alle Konsorten und damit alle gemeinsam handelnden Personen Bieter und als solche Pflichtverantwortliche im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG.

*dd) Banken und Wertpapierdienstleistungsunternehmen*

Auch für Banken und Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt der Grundsatz, dass diese keine gesetzliche Pflicht zur Verantwortungsübernahme trifft.[400] Wird dennoch von einem solchen Institut die generelle Richtigkeitserklärung nach § 11 Abs. 3 WpÜG abgegeben, so gilt für eine potenzielle Haftungsverpflichtung nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG keine Besonderheit.

Erteilt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Fällen eines Barangebots die schriftliche Finanzierungsbestätigung im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG, so könnte darin allerdings eine partielle Verantwortungsübernahme für die Richtigkeit der Angebotsunterlage in Bezug auf die ergänzende Angabe zur Mittelsicherstellung nach § 11 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 WpÜG zu sehen sein. In der Regel wird nämlich mit einer fehlerhaften Finanzierungsbestätigung die Fehlerhaftigkeit der ergänzenden Angabe einhergehen. Dennoch ist hier zu differenzieren: Denn im Falle des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG bestätigt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, dass die notwendigen Maßnahmen zur Sicherstellung der Finanzierung tatsächlich getroffen wurden, während die Angabe nach § 11 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 WpÜG nur wiedergibt, welche Maßnahmen zu diesem Zweck getroffen wurden, nicht aber, ob diese die Finanzierung auch sicherstellen.

Die Finanzierungsbestätigung enthält daher in den meisten Fällen für die Angebotsempfänger eine über die bloße Mitteilung der getroffenen Maßnahmen hinaus gehende Information. Sie ist also nicht als eine Verantwortungsübernahme im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG anzusehen, zumal § 13 Abs. 2 WpÜG eine spezielle Schadensersatzregelung für fehlerhafte Finanzierungsbestätigungen enthält. Allerdings führt § 13 Abs. 3 WpÜG zu einem relativen Gleich-

[400] *Vaupel* WM 2002, 1170. Zu einer Haftungsverpflichtung von Banken auf Grund § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG bei Tauschangeboten siehe unten 1. Teil C.I.2.c)ee), S. 144.

lauf der beiden Schadensersatznormen, da an dieser Stelle auf § 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG verwiesen wird.[401]

*ee) Sonstige Mitfinanzierende*

Neben Banken und Wertpapierdienstleistungsunternehmen kommen auch andere Personen in Betracht, die den Bieter bei der Finanzierung unterstützen. Handelt es sich bei dem Bieter z.B. um eine Aktiengesellschaft und ist geplant, als Gegenleistung eigene Aktien anzubieten, so werden letztere regelmäßig aus einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss stammen. Der zur Verfügung stehende zeitliche Rahmen für Übernahmeangebote kann aber unzureichend sein, um zunächst die Hauptversammlung einzuberufen, die Kapitalerhöhung zu beschließen, den Erhöhungsbeschluss im Handelsregister eintragen zu lassen und eine Börsenzulassung für die jungen Aktien zu bekommen. Dieses Zeitproblem, das durch die Gefahr von – ggf. missbräuchlichen – Beschlussanfechtungen vergrößert wird, lässt sich im Wege eines Wertpapierdarlehens bei einem Großaktionär des Bieters umgehen: Dieser stellt für das Übernahmeangebot seine Aktien als Gegenleistung zur Verfügung und wird anschließend aus der Kapitalerhöhung bedient.

Grundsätzlich gilt für diese Art der Finanzierungshilfe dieselbe Erwägung wie für finanzierende Banken: Den Mitfinanzierer trifft keine Pflicht zur Verantwortungsübernahme und damit auch keine potenzielle Haftung aus § 12 WpÜG.[402] Etwas anderes gilt nur dann, wenn auf Grund der Ausgestaltung der Abwicklung des Übernahmeangebots der Mitfinanzierer auch als Bieter auftritt bzw. auftreten muss, sofern er zunächst (Sicherungs-)Eigentümer der von den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft eingereichten Aktien werden soll.[403] Würde der Mitfinanzierer in solchen Fällen nämlich nicht als Bieter auftreten, so drohte ihm die Abgabe eines Pflichtangebots gem. § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG, da er vorübergehend die Kontrolle an der Zielgesellschaft auf anderem Wege als durch ein Übernahmeangebot (§ 35 Abs. 3 WpÜG) erlangen würde. Diese Gefahr wird allerdings durch die Möglichkeit einer Befreiung gem. § 37 Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 1 Nr. 4 WpÜAngVO relativiert.

[401] Zu den Unterschieden der Haftung aus § 13 gegenüber der aus § 12 WpÜG siehe auch unten 3. Teil D.III, S. 247ff.
[402] Anders *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 20.
[403] Mit dieser Einschränkung ist *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 20 zuzustimmen, der den Mitfinanzierer indes stets als „technischen (Mit-)Bieter“ ansieht.

Festzuhalten bleibt aber, dass der Mitfinanzierer nur dann als Pflichtverantwortlicher Haftungsverpflichteter sein kann, wenn er auch tatsächlich als Mitbieter auftritt.[404] Dann ist er aber auch als mit dem Bieter gemeinsam handelnde Person anzusehen, so dass auf das dazu Gesagte verwiesen werden kann.[405]

## 2. Veranlassende

Gemäß § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG sind Haftungsverpflichtete auch solche Personen, von denen der Erlass der Angebotsunterlage ausgeht. Während § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG mit der Verantwortungsübernahme auf ein formales Kriterium abstellt, dessen Vorliegen bis auf eine Ausnahme (Bieter) von der freiwilligen Mitwirkung des potenziellen Haftungsverpflichteten abhängt, soll § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG vor allem denjenigen Personen ein Haftungsrisiko auferlegen, die entweder tatsächliche Urheber der Angebotsunterlage sind[406] oder ein wirtschaftliches Eigeninteresse im Zuge des öffentlichen Angebots verfolgen.[407]

§ 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG kommt damit gleichermaßen eine Ergänzungs- und eine Auffangfunktion zu. Zum einen werden solche Personen als Haftungsverpflichtete erfasst, die neben dem Bieter in entscheidender Funktion an dem öffentlichen Angebot mitwirken. Zum anderen verhindert dieser Tatbestand aber in erster Linie, dass sich bestimmte Personen auf formalem Wege durch Nichtabgabe einer formalen oder materiellen Verantwortungsübernahme bzw. der Zwischenschaltung eines allein zu Haftungszwecken gegründeten, wenig solventen formalen Rechtsträgers einer Haftung nach § 12 WpÜG entziehen.[408] Die Erfassung der Veranlassenden als Haftungsverpflichtete dient daneben auch der Rechtssicherheit, da den Anspruchsinhabern das Risiko genommen wird, die angesprochenen Personenkreise aus einem anderen, weniger stark konturierten Rechtsgrund bzw. im Wege eines schwer zu begründenden Haftungsdurchgriffs in Anspruch nehmen zu müssen. Der Gedanke der Rechtssicherheit gebietet es darüber hinaus, den Kreis der Veranlassenden weit zu fassen. Dies führt

---

[404] Anderer Ansicht *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 20.
[405] Siehe oben 1. Teil C.I.1.e)cc), S. 131.
[406] Unklar *Mühle* WpÜG, S. 233, wonach die „tatsächlichen Urheber des Prospekts erfasst werden“ sollen, „die bloße faktische Prospekturheberschaft“ hierfür aber nicht genüge.
[407] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42; *Vaupel* WM 2002, 1170; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 20.
[408] *Assmann* AG 2002, 153, 157; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 20.

nämlich auch zur Rechtssicherheit für die Haftungsverpflichteten, da ihnen dann bspw. der engere Verschuldensmaßstab des § 12 Abs. 2 WpÜG zugute kommen kann.[409]

Die Auslegung von § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG orientiert sich an den schon angesprochenen beiden Kriterien der tatsächlichen Urheberschaft und dem ggf. verfolgten wirtschaftlichen Eigeninteresse. Um der Auffangfunktion der Norm gerecht zu werden, dürfen diese Kriterien aber nur als Typisierungsmerkmale herangezogen werden, die es ermöglichen, Fallgruppen haftungsverpflichteter Personen im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG herauszubilden. Die Kriterien der tatsächlichen Urheberschaft und des wirtschaftlichen Eigeninteresses lassen sich allerdings nicht scharf voneinander abgrenzen, sondern werden sich in vielen Fällen überschneiden. Demzufolge lässt sich auch nicht von einer Alternativität oder einer Kumulativität dieser Typisierungsmerkmale sprechen. Darüber hinaus können die Kriterien miteinander in Wechselwirkung stehen: So wird das Vorliegen eines wirtschaftlichen Eigeninteresses Indiz für das Vorliegen der tatsächlichen Urheberschaft sein; umgekehrt gilt dasselbe.[410]

In letzter Konsequenz hat die Prüfung, ob jemand der Angebotsunterlagenhaftung unterliegt, daher einzelfallbezogen zu erfolgen. Dabei sind die der Typisierung zugrunde liegenden Wertungen zu berücksichtigen.

### *a) Tatsächliche Urheberschaft*

Bei der Bestimmung der Veranlassenden als Haftungsverpflichtete nach § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG kann zunächst auf die tatsächliche Urheberschaft im Hinblick auf den Erlass der Angebotsunterlage abgestellt werden.[411] Wie das Merkmal „tatsächlich“ verdeutlicht kommt es dabei nicht etwa auf eine Urheberschaft im Rechtssinne an. Veranlassender ist daher nicht schon derjenige, der die Angebotsunterlage ausarbeitet, die Informationen zusammenstellt oder sie ggf. in narrativer Form darstellt und damit möglicherweise eine urheberrechtlich

---

[409] Zum Gedanken der Privilegierung der Haftungsverpflichteten siehe oben 1. Teil A.III.2, S. 104.
[410] In der Literatur werden die Typisierungsmerkmale zum Teil nicht voneinander getrennt, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 20; so auch Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42. Ähnlich wie hier *Assmann* AG 2002, 153, 157.
[411] So auch *Mühle* WpÜG, S. 233, siehe aber Fn. 406.

geschützte Leistung erbringt. Dessen Leistung oder Verhalten wird vielmehr demjenigen zugerechnet, der wirtschaftlich hinter der Angebotsunterlage steht.

Obgleich § 12 WpÜG eine Haftung für fehlerhafte Angaben in der Angebotsunterlage enthält, kommt es bei der tatsächlichen Urheberschaft in erster Linie auf die Urheberschaft in Bezug auf das öffentliche Angebot selbst an und nicht so sehr auf die Urheberschaft hinsichtlich der Angebotsunterlage als Dokument oder Prospekt.[412] Denn § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG stellt auf den Erlass der Angebotsunterlage ab, der die Abgabe des Angebots auf Abschluss eines Aktienerwerbsvertrags *ad incertas personas* darstellt.[413] Als tatsächlicher Urheber ist demzufolge derjenige anzusehen, der nach Durchführung des Angebots wirtschaftlich als Eigentümer der erworbenen Wertpapiere anzusehen ist oder wäre. Hier zeigen sich die Überschneidungen zum wirtschaftlichen Eigeninteresse. Unerheblich ist demgegenüber, wer formaljuristisch Eigentümer der erworbenen Aktien wird.

§ 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG verhindert daher, dass zum Zwecke der Haftungsvermeidung bspw. eine Erwerbsgesellschaft (*vehicle*) zwischengeschaltet wird, die nach Durchführung des Erwerbs zwar die Rechte aus den Wertpapieren nach Weisung eines beherrschenden Dritten[414] ausübt, die Haftung nach außen jedoch alleine trägt. Wäre dies nicht möglich, so wäre die den anspruchsberechtigten Wertpapierinhaber zur Verfügung stehende Haftungsmasse auf den Wert der erworbenen Wertpapiere zuzüglich des rechtsformabhängigen Grundkapitals der Erwerbsgesellschaft begrenzt. Diese Haftungsmasse droht darüber hinaus weiter verringert zu werden, indem die Erwerbsgesellschaft nur als Zwischenerwerber fungiert und die Wertpapiere an einen Dritten weiterübereignet werden.[415] Da die reine Erwerbsgesellschaft jedoch nicht tatsächlicher Urheber des Angebots ist, birgt das dargestellte Szenario keine Gefahr für die Anspruchsberechtigten.

---

[412] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 20.
[413] Siehe oben 1. Teil B.III.1, S. 28ff.
[414] *Assmann* AG 2002, 153, 157 und *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 20 sprechen bildlich von den „Hintermännern“ des Angebots. Regelmäßig wird es sich dabei um juristische Personen und damit vor allem um Konzernobergesellschaften handeln.
[415] Da § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG solche Risiken abfängt, soll im Folgenden nicht näher untersucht werden, inwieweit den Anspruchsberechtigten ein insolvenzanfechtungsrechtlicher Schutz zugute kommen könnte.

### b) Eigenes wirtschaftliches Interesse

Ein weiteres wichtiges Kriterium zur Bestimmung des Kreises der Haftungsverpflichteten nach § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG ist das wirtschaftliche Eigeninteresse.[416] Dieses Interesse muss sich dabei auf das Angebot selbst bzw. dessen Erfolg beziehen und nicht etwa nur auf die Erstellung der Angebotsunterlage. Demzufolge sind Berater wie Rechtsanwälte oder Wirtschaftsprüfer selbst dann nicht als Veranlassende anzusehen, wenn sie an der Erstellung der Angebotsunterlage mitwirken.[417] Zwar verfolgen auch sie regelmäßig ein wirtschaftliches Eigeninteresse; dieses besteht aber nur im Innenverhältnis gegenüber dem Bieter und ist (weitgehend) unabhängig von dem Erfolg des Angebots.

Ähnliches gilt für solche Personen oder Unternehmen, die schon im Vorfeld eines Angebots mit dem Bieter für den Fall einer erfolgreichen Übernahme Verträge abgeschlossen haben. Beispielhaft seien hier antizipierte Veräußerungen von Betriebsteilen der Zielgesellschaft an Dritte erwähnt.[418] In solchen Fällen hat der Dritte zwar ein wirtschaftliches Eigeninteresse an dem Erfolg des Angebots, da anderenfalls der Erwerb des Betriebsteils nicht gelingt. Um als Haftungsverpflichteter nach § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG anzusehen sein, muss allerdings noch eine tatsächliche Förderung des Angebots durch den Dritten hinzukommen. Diese kann schon darin liegen, dass der Dritte die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft auf irgendeine Art ermutigt, das Angebot zu akzeptieren. Nicht notwendig ist, dass der Dritte an der Erstellung der Angebotsunterlage mitgewirkt hat. Hat er dies nicht, so wird er aber regelmäßig den Entlastungsbeweis hinsichtlich seines Verschuldens bezüglich der Fehlerhaftigkeit bestimmter Angaben erbringen können.

### c) Einzelne Gruppen potenziell veranlassender Personen

Nach den vorgenannten abstrakten Typisierungsmerkmalen für die Bestimmung des Begriffs des Veranlassenden lässt sich für bestimmte, an Übernahme- oder Pflichtangeboten stets

---

[416] Vgl. *Vaupel* WM 2002, 1170.

[417] *Geibel* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 18. Sie können allerdings als Haftungsverpflichtete nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG anzusehen sein, wenn sie nach § 11 Abs. 3 die Verantwortung formal übernehmen oder nach außen erkennbar für die Richtigkeit der von Ihnen beigesteuerten Angaben einstehen wollen; siehe oben 1. Teil C.I.1.d), S. 128.

[418] Nach *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 2 Rn. 14 und Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 34 sind solche Dritte nicht schon als mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen anzusehen.

beteiligte Personengruppen in genereller Weise deren Eigenschaft als Haftungsverpflichtete im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG herausarbeiten.

*aa) Bieter im materiellen Sinne; Konzernobergesellschaften*

Bieter ist gem. § 2 Abs. 4 1. Alt. WpÜG unabhängig von seiner Rechtsform derjenige, der freiwillig ein öffentliches Angebot abgibt. Zunächst ist daher jeder als Bieter anzusehen, der in der Angebotsunterlage als solcher auftritt (formeller Bieterbegriff). Dieser ist als Pflichtverantwortlicher Haftungsverpflichteter nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG.[419] Ebenso ist er als Veranlassender anzusehen, da, wenn auch nicht notwendigerweise das Angebot selbst, so doch der Erlass der Angebotsunterlage als rechtlicher Trägerin des Angebots von ihm ausgeht.

Daneben lässt es die Vorschrift des § 2 Abs. 4 WpÜG zu, schon diejenige (natürliche oder juristische) Person bzw. Personengemeinschaft als Bieter zu bezeichnen, die wirtschaftlich hinter dem Angebot steht (materieller Bieterbegriff).[420] Ebenso wie bei § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG ist hierbei auf die tatsächliche Urheberschaft und ein wirtschaftliches Eigeninteresse am Erfolg des Angebots abzustellen. Der materielle Bieterbegriff deckt sich letztlich mit dem Begriff des Haftungsverpflichteten als Veranlassender. Für die Anwendbarkeit des § 12 WpÜG kann daher offen bleiben, ob die Bietereigenschaft formell oder materiell bzw. auf beide Arten zu bestimmen ist, da nach beiden Begriffsdefinitionen der Bieter als Haftungsverpflichteter gem. § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG anzusehen ist. Der Heranziehung des materiellen Bieterbegriffs dient deshalb in der Hauptsache der Verhinderung von Umgehungsstrategien durch Zwischenschaltung von Erwerbsgesellschaften im Rahmen anderer Vorschriften wie etwa § 18 oder § 26 WpÜG sowie der Bereinigung rechtlicher Ungereimtheiten auf Grund § 35 Abs. 3 WpÜG. Denn in den genannten Vorschriften wird anders als nach § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG tatbestandlich allein auf den Bieter abgestellt und nicht auf die wirtschaftlich dahinter stehende Person. Mit anderen Worten: § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG erfasst den Bieter im materiellen Sinne schon auf Grund des ausformulierten Tatbestands, ohne auf den Bieterbegriff selbst zu rekurrieren.

---

[419] Siehe oben 1. Teil C.I.1.e)aa), S. 129.
[420] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 2 Rn. 9.

Wie schon oben angedeutet führt dies zu einer potenziellen Haftungsverpflichtung von Konzernobergesellschaften, die Erwerbs- oder Tochtergesellschaften zur Angebotsabgabe zwischenschalten und diese gewissermaßen nur zur rechtlichen Abwicklung des Angebots nutzen. Wirtschaftlich ist eine solche Vorgehensweise durchaus sinnvoll, etwa um in der Folge eines erfolgreichen Übernahmeangebots eine Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Erwerbsgesellschaft herbeizuführen, eine zukünftige Firmierung der Zielgesellschaft schon vorwegzunehmen oder deren spätere Eingliederung in den Konzern zu erleichtern.

Neben der tatsächlichen Initiierung des öffentlichen Angebots durch die Muttergesellschaft oder Konzernobergesellschaft mittels eines Tochterunternehmens muss ein irgendwie gearteter beherrschender Einfluss auf die Tochtergesellschaft vorhanden sein. Bei dessen Bestimmung kann auf § 290 HGB abgestellt werden, wie es auch in § 2 Abs. 6 WpÜG bei der Definition des Begriffes Tochterunternehmen gemacht wird. Bei der Heranziehung von § 290 HGB zur Beurteilung der Frage, wer wirtschaftlich Veranlassender des öffentlichen Angebots ist, ist jedoch zu beachten, dass in der handelsrechtlichen Vorschrift – bei der es um Bilanzierungsfragen geht – sowohl auf eine tatsächliche Kontrolle des Tochterunternehmens als auch auf fingierte oder vermutete Kontrolltatbestände (so vor allem in § 290 Abs. 2 HGB) abgestellt wird. Für die Beurteilung der Haftungsverpflichtung nach § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG kommt es aber nur auf die tatsächliche Urheberschaft hinsichtlich des Angebots an, so dass in dem hier interessierenden Zusammenhang das *Control*-Konzept des § 290 Abs. 2 HGB[421] und die dort enthaltenen Kontrollvermutungen nur als Indiz herangezogen werden können. Entscheidend ist, ob das Angebot auf Grund der tatsächlichen Ausübung eines beherrschenden Einflusses durch den Veranlassenden abgegeben wurde.[422] Veranlassende kann danach auch jede natürliche Person sein, obgleich diese nicht als Unternehmen im Sinne des § 290 HGB anzusehen ist. Haftungsverpflichteter gem. § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG ist daher z.B. auch der beherrschende Gesellschafter einer GmbH, die formell als Bieter auftritt, aber deren Geschäftsführer auf Weisung des Gesellschafters handelt.

---

[421] Ausführlich zur Konzeption des § 290 Abs. 2 siehe *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung Tb. 3 § 290 HGB Rn. 27ff.
[422] Vgl. auch Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 35 für die Definition des Tochterunternehmens.

### *bb) Bieter auf Grund gesetzlicher Verpflichtung (Pflichtangebotsbieter)*

Gemäß § 2 Abs. 4 2. Alt. WpÜG ist auch derjenige als Bieter anzusehen, der auf Grund des WpÜG zur Abgabe eines öffentlichen Angebots verpflichtet ist. Eine solche gesetzliche Verpflichtung enthält § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG für diejenigen Personen, die unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle an der Zielgesellschaft (30 Prozent der Stimmrechte gem. § 29 Abs. 2 WpÜG) erlangen. Hier kommt es nicht auf eine materielle oder formelle Bestimmung des Bieters an. Bieter ist vielmehr jeder, der in seiner Person den Tatbestand erfüllt. Wegen der Erfassung der mittelbaren Kontrollerlangung und wegen der Möglichkeit wechselseitiger Zurechnung von Stimmrechten ohne gleichzeitige Absorption oder Quotelung gem. § 30 WpÜG können daher durch einen einzigen Aktienerwerbsvorgang mehrere Personen gleichzeitig Pflichtangebotsbieter werden. Als einfaches Beispiel sei hier der Aktienerwerb durch eine *Holding*-GmbH auf andere Weise als durch ein öffentliches Übernahmeangebot erwähnt: Überschreitet die *Holding*-GmbH dadurch die Kontrollschwelle, so sind sowohl sie als Eigentümerin der Aktien, aus denen die Stimmrechte resultieren, als auch deren Muttergesellschaft, weil dieser die Stimmrechte zugerechnet werden und hierin eine mittelbare Kontrollerlangung zu sehen ist, zur Abgabe eines Pflichtangebots verpflichtet. Auch wenn es aus Vereinfachungsgründen und weil der von § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG verfolgte Schutzzweck erreicht wird, genügen mag, dass nur eine der verpflichteten Personen das Angebot abgibt, so geschieht dies doch in Erfüllung der allen das Pflichtangebot in ihrer Person auslösenden Beteiligten obliegenden gesetzlichen Verpflichtung. Entsprechendes gilt bspw. für Personen *acting in concert* (vor allem Stimmrechtspools), die zwar auf Grund der wechselseitigen Zurechnung aller von ihnen gepoolten Stimmrechte gem. § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG einzeln verpflichtet sind, aber das Angebot als Bieterkonsortium in Form einer reinen Außen-GbR abgeben können.[423]

Demzufolge sind alle diejenigen, die als Pflichtangebotsbieter anzusehen sind, auch Haftungsverpflichtete gem. § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG. Denn die Erfüllung einer gesetzlichen Pflicht liegt stets im (vermuteten) wirtschaftlichen Eigeninteresse, da anderenfalls Sanktionen drohen (Zinsansprüche, Stimm- und Dividendenrechtsverlust, Geldbußen; §§ 38, 59, 60 WpÜG). Auf eine tatsächliche Beteiligung bei der Erstellung der Angebotsunterlage kommt es demgegen-

[423] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 38.

über nicht an. Wer die Erfüllung einer gesetzlichen (Primär-)Pflicht anderen überlässt, kann sich nicht einer anschließenden (Sekundär-)Haftungsverpflichtung entziehen.

*cc) Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen*

Nach der Gesetzesbegründung sollen als Veranlassende im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG regelmäßig die mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen gem. § 2 Abs. 5 WpÜG anzusehen sein, da diese typischerweise ein eigenes wirtschaftliches Interesse im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot verfolgen würden.[424] Hierunter fallen vor allem die Mitgesellschafter eines Bieterkonsortiums in Form einer reinen Innen-GbR. Treten die gemeinsam handelnden Personen demgegenüber nach außen als (Mit-)Bieter auf, wie es bei Bieterkonsortien als Außen-GbR der Fall ist, so sind diese bereits nach § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG als Pflichtverantwortliche auch Haftungsverpflichtete.

Im Rahmen von Pflichtangeboten wurde bereits dargestellt, dass gemeinsam handelnde Personen auf Grund der wechselseitigen Zurechnung von Stimmrechten nach § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG regelmäßig als Pflichtangebotsbieter anzusehen sind. Wenn sich die Eigenschaft als gemeinsam handelnde Person aus einem abgestimmten Verhalten in Bezug auf den Erwerb (und nicht die Ausübung) der Stimmrechte ergibt und dieses abgestimmte Verhalten erst nach Kontrollerlangung des Bieters vereinbart wird, dann sind solche Personen als Haftungsverpflichtete ausschließlich nach § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG anzusehen, auch wenn sie weder Bieter noch Mitgesellschafter eines Bieterkonsortiums sind. Letzteres wird allerdings kaum der Fall sein, da das abgestimmte Verhalten regelmäßig die konsortiale Verbindung und damit die Verbundenheit in Form einer GbR begründen wird.

*dd) Zielgesellschaft; Verwaltung der Zielgesellschaft*

Bislang ist die Frage, ob auch die Zielgesellschaft, bzw. deren Verwaltungsorgane (Vorstand oder Aufsichtsrat) als Haftungsverpflichtete gem. § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG in Betracht kommen, in der juristischen Literatur unerörtert geblieben. Diesbezügliche Haftungsfragen werden vornehmlich im Zusammenhang mit § 27 WpÜG diskutiert, der den Vorstand und den

[424] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42; zum Begriff der gemeinsam handelnden Personen siehe oben 1. Teil C.I.1.e)cc), S. 131.

Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zur Veröffentlichung einer begründeten Stellungnahme zu dem Angebot des Bieters verpflichtet. In dieser Stellungnahme ist auf die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung, die Folgen für die Zielgesellschaft, die vom Bieter verfolgten Ziele sowie darauf einzugehen, ob die Verwaltungsmitglieder planen, selbst das Angebot anzunehmen, sofern sie gleichzeitig Wertpapierinhaber sind. Mehr noch als die Angebotsunterlage ist die begründete Stellungnahme an die Aktionäre (und die Beschäftigten[425]) der Zielgesellschaft gerichtet und nicht so sehr an die Öffentlichkeit der am Kapitalmarkt agierenden Personenkreise. Gleichwohl sieht das WpÜG keine dem § 12 WpÜG vergleichbare Haftung der Verwaltung der Zielgesellschaft gegenüber ihren Aktionären (oder Beschäftigten) für fehlerhafte Angaben in der begründeten Stellungnahme vor, auch wenn dieses Dokument ähnlich wie die Angebotsunterlage des Bieters eine wichtige Rolle bei der Desinvestitionsentscheidung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft spielen wird.[426] Da wie schon gezeigt die Pflicht zur Stellungnahme eher gesellschafts- statt kapitalmarktrechtlicher Natur ist, richtet sich eine eventuelle Haftung des Vorstands nach § 93 AktG. Eine solche bestünde aber nur gegenüber der Zielgesellschaft selbst und nicht gegenüber deren Aktionären.

Der gesetzlich angelegte strukturelle Unterschied zwischen dem höheren Haftungsrisiko des Bieters und dem wegen der Weite des § 93 AktG geringeren Haftungsrisikos der Verwaltung der Zielgesellschaft[427] lässt sich auf den Umstand zurückführen, dass der Gesetzgeber als regelungsbedürftigen Typus vornehmlich die so genannten feindlichen Übernahmen vor Augen hatte, bei denen wegen der ablehnenden Haltung der Verwaltung der Zielgesellschaft ein Antagonismus zwischen Bieter und Zielgesellschaft zu erkennen ist. In der Tat ist in diesen Konstellationen eine kritische Auseinandersetzung der Verwaltung der Zielgesellschaft mit den Angaben des Bieters in dessen Angebotsunterlage zu erwarten, so dass die Entscheidungsgrundlage der Wertpapierinhaber sachlich verbessert wird. Gerade bei solchen „feindlichen“ Übernahmen droht aber umgekehrt, dass in der Stellungnahme die Gründe, die für die Nichtannahme des Angebots sprechen, in unsachlicher oder gar falscher Weise dargestellt

[425] Gem. § 27 Abs. 3 Satz 2 WpÜG ist die Stellungnahme unverzüglich der zuständigen Arbeitnehmervertretung bzw. unmittelbar den Arbeitnehmern zu übermitteln.

[426] Zu Fragen einer eventuellen Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 27 WpÜG siehe unten 3. Teil E.II.3, S. 267f. Ordnungswidrigkeitenrechtlich relevant ist nur der Verstoß gegen die Pflicht zur Veröffentlichung der Stellungnahme (vgl. § 60 Abs. 1 Nr. 1 lit. b) WpÜG). Eventuelle fehlerhafte Inhalte können dagegen nicht als Ordnungswidrigkeit geahndet werden.

[427] Dieser Strukturunterschied wurde schon im Rahmen des Konzepts des Wettbewerbs um Unternehmenskontrolle angesprochen; siehe oben 1. Teil B.III.2.b)aa), S. 40ff.

werden, zumal ein spezieller Haftungstatbestand gerade fehlt. Die Entscheidungsträger, also die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, werden dann – überspitzt formuliert – die Wahrheit in der Mitte zwischen Angebotsunterlage und begründeter Stellungnahme zu suchen haben.

Fehlt der beschriebene Antagonismus zwischen Bieter und Zielgesellschaft und steht die Verwaltung dem Angebot zustimmend gegenüber, verliert die begründete Stellungnahme ihre kritische Funktion. Vor allem bei Pflichtangeboten darf nicht übersehen werden, dass die Verwaltung schon in einem gewissen Grad faktisch vom Bieter abhängig sein wird, da dieser über mindestens 30 Prozent der Stimmrechte, regelmäßig aber weit mehr verfügt. Ähnliches gilt bei den so genannten freundlichen Übernahmeangeboten, bei denen die Verwaltung der Zielgesellschaft und der Bieter sich im Vorfeld bereits über die Übernahme geeinigt haben. In all diesen Fällen werden sich die Interessen des Bieters und der Verwaltung an der erfolgreichen Übernahme decken, so dass die Gefahr besteht, dass in der begründeten Stellungnahme gleichermaßen für das Angebot geworben wird wie in der Angebotsunterlage. Dies allein führt aber nicht zu einer Haftung der Verwaltung der Zielgesellschaft parallel zu der des Bieters, da das Fehlen einer speziellen Haftungsnorm für fehlerhafte Stellungnahmen eine analoge Anwendung von § 12 Abs. 1 WpÜG verhindert.

Demzufolge kommt eine Haftung der Verwaltung für fehlerhafte Angaben nur dann in Betracht, wenn diese nach den oben entwickelten Kriterien[428] zum einen an der Erstellung der Angebotsunterlage mitgewirkt hat und zum anderen ein wirtschaftliches Interesse am Erfolg des Angebots hat, mithin also als Veranlassende anzusehen ist. Der unterstützende Beitrag muss dann aber über eine wohlwollende Einschätzung des Angebots in der begründeten Stellungnahme hinausgehen und sich in dem davon zu trennenden Dokument der Angebotsunterlage niedergeschlagen haben. Bei freundlichen Übernahmeangeboten, bei Pflichtangeboten und auch bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten ist dies durchaus denkbar, sofern der Bieter von der Verwaltung der Zielgesellschaft Daten bekommen hat, die er für die Informationen zur Ermittlung der Gegenleistung oder zu sonstigen Angaben benötigt hat.[429]

---

[428] Siehe oben 2. Teil C.I.2, S. 134ff.
[429] Zu den in dieser Hinsicht bestehenden Grenzen auf Grund von Geheimhaltungspflichten siehe näher *Hopt* ZGR 2002, 333, 335ff.

*ee) Banken und Kreditinstitute*

Im Zusammenhang mit Übernahme- oder Pflichtangeboten werden vielfach Banken zum Zwecke der Abwicklung der einzelnen Aktienübertragungen vom Bieter eingeschaltet. Der hieraus entstehende wirtschaftliche Vorteil für die eingeschaltete Bank rechtfertigt es jedoch nicht, diese als Prospektveranlasser anzusehen, soweit nicht ausnahmsweise die anfallende Vergütung erfolgsabhängig, also proportional zur Zahl der Angebotsannahmen gewährt wird. Wird bei Übernahmeangeboten die angepeilte Mindesterwerbsschwelle nicht erreicht, kommt es deshalb nicht zu einer Abwicklung einzelner Verträge und entfällt hierdurch ein Teil der der Bank versprochenen Vergütung, so genügt dies noch nicht zur Annahme eines wirtschaftlichen Eigeninteresses der Bank am Erfolg des Übernahmeangebots. Anderenfalls käme man bei Übernahmeangeboten stets zu einer potenziellen Haftung der begleitenden Bank, da jeder Bieter sein Übernahmeangebot zwingend mit einer Mindesterwerbsschwelle ausstatten muss.

Besonderheiten ergeben sich allerdings bei öffentlichen Tauschangeboten, wenn für die anzubietenden Wertpapiere ein Zulassungsantrag bei einer Börse im Inland gestellt wird, der von einer Bank mitunterschrieben wird und bei dem ein – je nach Marktsegment – ggf. zu erstellender Börsenzulassungsprospekt oder ein Unternehmensbericht funktional durch die Angebotsunterlage ersetzt wird. Hier gelten die vom BGH im Rahmen der Börsenprospekthaftung aufgestellten Grundsätze,[430] so dass schon die Mitantragsstellung genügt, um eine potenzielle Haftung nach § 12 WpÜG auszulösen, selbst wenn die Angebotsunterlage nicht mitunterzeichnet worden ist.[431]

## II. Anspruchsberechtigte

§ 12 Abs. 1 WpÜG grenzt den Kreis möglicher Anspruchsinhaber auf solche Personen ein, die das Angebot des Bieters angenommen haben. Die Angebotsunterlagenhaftung ist daher in personeller Hinsicht qualitativ und quantitativ beschränkt: Obgleich die Angebotsunterlage

[430] BGH AG 1998, 520 = WM 1998, 1772 (*Elsflether Werft*); OLG Frankfurt am Main WM 1997, 361.
[431] So auch *Vaupel* WM 2002, 1170, 1174f.

mehrere Primär- und Sekundäradressaten hat,[432] ist nur ein Ausschnitt der Primäradressaten potenziell anspruchsberechtigt.

## 1. Angebotsannahme

Das Abstellen des Gesetzes auf die Annahme des Angebots des Bieters als personelle Einschränkung des Kreises der potenziellen Anspruchsinhaber verdeutlicht die schon dargelegte Doppelfunktion der Angebotsunterlage bei Barangeboten bzw. Dreifachfunktion bei Tauschangeboten. Während nämlich die Fehlerhaftigkeit ihren Charakter als Erwerbs- und/oder Veräußerungsprospekt betrifft, kommt es bei der Bestimmung des nach § 12 Abs. 1 WpÜG berechtigten Personenkreises auf die Vertragsangebotsfunktion an.

### *a) Vertragsschluss mit dem Bieter auf Grund des Angebots*

Das Gesetz ist insofern ungenau, als es auf nicht auf das Zustandekommen des Vertrags mit dem Bieter, sondern auf die Annahme des Angebots abstellt. Der durch § 12 WpÜG bezweckte Desinvestitionsschutz braucht aber erst dann einzusetzen, wenn über die betreffenden Wertpapiere eine vertragliche Disposition getroffen wird. Demzufolge kommt es nicht allein auf die Annahme des Angebots an, sondern auf den Vertragsschluss mit dem Bieter, mit dem die schuldrechtliche Verpflichtung zur Übereignung der Wertpapierinhaber eingegangen wird. Maßgeblicher Zeitpunkt ist hierfür der Zugang der Angebotsannahme beim Bieter bzw. bei dem von ihm als Zugangsbevollmächtigte benannten Stelle. Demgegenüber ist es für die Frage der Anwendbarkeit des § 12 WpÜG unerheblich, ob auch die Vertragsdurchführung bereits begonnen wurde. Es ist daher keine Voraussetzung eines Haftungsanspruchs, dass die Wertpapiere bereits an den Bieter übereignet worden sind. Ist dies noch nicht geschehen, so kann dieser Umstand jedoch im Rahmen der Schadensbestimmung eine Rolle spielen.

Der Vertragsschluss mit dem Bieter muss auf Grund der Angebotsunterlage erfolgt sein. So kann etwa ein Aktionär der Zielgesellschaft, der außerhalb des Angebots seine Aktien an den Bieter veräußert, keine Ansprüche aus § 12 WpÜG haben. Denn diese Aktienveräußerung erfolgt auf einer individualvertraglichen Basis und nicht als Annahme des Übernahme- oder

[432] Zu den Adressatengruppen siehe oben 1. Teil B.III.2.e), S. 57ff.

Pflichtangebots. Eines besonderen Desinvestitionsschutzes eines auf diesem Wege veräußernden Aktionärs der Zielgesellschaft bedarf es daher nicht.

Daneben ist auch der Fall nicht als Angebotsannahme anzusehen, in dem ein Aktionär der Zielgesellschaft während der Angebotsfrist Aktien über die Börse veräußert und der Bieter diese über die Börse erwirbt. Denn es kommt dabei nicht zu einem direkten Vertragsschluss zwischen Bieter und Aktionär. Darüber hinaus geschieht die Veräußerung der Wertpapiere über die Börse nicht als Annahme des Angebots des Bieters.

#### *b) Wirksamkeit des Vertrags; Ausfall von Bedingungen*

Grundsätzlich ist es für die Anwendbarkeit des § 12 WpÜG notwendig, dass der mit dem Bieter geschlossene Vertrag rechtliche Wirksamkeit entfaltet, da es anderenfalls schon an einer schuldrechtlichen Verpflichtung fehlt, die die zu schützende Vermögensdisposition begründet. Sofern also ein Vertragsschluss auf Grund allgemeiner Regeln (etwa Geschäftsunfähigkeit) scheitert oder die in der Angebotsannahme liegende Willenserklärung nichtig ist, kommt auch ein Anspruch aus § 12 WpÜG nicht in Betracht.

Eine Ausnahme ist hiervon jedoch für solche Fälle anzunehmen, in denen ein rechtlicher Schwebezustand besteht, der aus der rechtlichen Sphäre des Bieters herrührt. Dies gilt vor allem dann, wenn der Bieter die Wirksamkeit seines Angebots unter eine aufschiebende Bedingung – etwa eine kartellbehördliche Erlaubnis – gestellt hat. In der Zeit der schwebenden Unwirksamkeit des mit dem Bieter geschlossenen Vertrags ist der Vertragspartner des Bieters nämlich in der freien Verfügung über seine Wertpapiere eingeschränkt. Diese zwischenzeitliche Verfügungseinschränkung rechtfertigt das Einsetzen des Desinvestitionsschutzes, da hier unter Umständen schon Schäden in der Vermögensanlage entstehen können.

### 2. Annehmende Aktionäre und sonstige Wertpapierinhaber

Nach dem Gesetzeswortlaut können nur solche Personen Anspruchsinhaber sein, die das Angebot des Bieters annehmen. Demzufolge kommen nur Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft als potenzielle Anspruchsinhaber in Betracht, da nur diese durch das Angebot angesprochen werden. In der Praxis werden dies regelmäßig alle Aktionäre der Zielgesellschaft sein, da sich an diese das Angebot richtet (§ 2 Abs. 1 WpÜG) und der Bieter es wegen des

Vollangebotsgrundsatzes gem. § 32 WpÜG grundsätzlich nicht auf einzelne Aktionärsgruppen beschränken kann.[433] Allerdings kann der Bieter sein Angebot erweitern und auch an solche Personen richten, die andere Wertpapiere als Aktien im Sinne des § 2 Abs. 2 WpÜG an der Zielgesellschaft halten (etwa Zwischenscheine oder Wandelschuldverschreibungen).

Da es nicht so sehr auf die tatsächliche Annahme des Angebots, sondern auf den Vertragsschluss mit dem Bieter ankommt, können potenzielle Anspruchsinhaber auch nicht etwa sonstige Personen sein, die die Transaktion mit dem Bieter auf Seiten des Wertpapierinhabers abwickeln und in ihrer Person die Annahme erklären (etwa die depotführenden Banken). Unerheblich ist daher auch die Frage, wer neben dem Wertpapierinhaber die Verfügungsbefugnis über die betreffenden Aktien innehat.

### *a) Formale Aktionärsstellung*

Bei Auseinanderfallen von juristischem und wirtschaftlichem Eigentum an den dem Bieter eingereichten Aktien ist rein formell auf das juristische Eigentum abzustellen, da auch der Vertrag mit dem formellen Inhaber der Aktien zustande kommt. Potenzieller Anspruchsinhaber ist demzufolge der juristische Eigentümer der Aktien. Soweit für § 12 WpÜG relevante Schäden auf Grund der wirtschaftlichen Risikoverteilung in der Person des wirtschaftlichen Eigentümers eintreten, ist ein entsprechender Schadensausgleich im Innenverhältnis zwischen juristischem und wirtschaftlichem Eigentümer der Aktien vorzunehmen. Da diesem Verhältnis in aller Regel eine Treuhandabrede zugrunde liegt, ist der Treunehmer im Außenverhältnis zur Geltendmachung eines eventuellen Schadens berechtigt und im Innenverhältnis zu einem Schadensausgleich gegenüber dem Treugeber verpflichtet. Prozessual kann der Treunehmer den Treugeber zur Geltendmachung eventueller Ansprüche gegenüber den aus § 12 WpÜG haftungsverpflichteten Personen im Wege der gewillkürten Prozessstandschaft ermächtigen.

[433] Ausnahmen von diesem Grundsatz ergeben sich aus § 24 WpÜG auf Antrag gegenüber ausländischen Aktionären sowie gemäß § 35 Abs. 2 Satz 2 WpÜG analog der Zielgesellschaft selbst (eigene Aktien), von dieser abhängigen Unternehmen oder Dritten, die Aktien der Zielgesellschaft für deren Rechnung halten, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 32 Rn. 4f.

### b) Inhaber von Depository Receipts

Eine Ausnahme kann in diesen Fällen allerdings für die so genannten *Depository Receipts*, vor allem *American Depository Receipts* gemacht werden. Zwar ist juristische Eigentümerin der den *Depository Receipts* unterlegten Aktien zumeist die deutsche *Custodian Bank*, doch muss sich das Angebot des Bieters an die Inhaber der *Depository Receipts* und nicht an die Bank richten.[434] Der Grund für diese Ausnahme ist der Umstand, dass die rechtliche Konstruktion der *Depository Receipts* ausschließlich ausländischen Kapitalmarktvorschriften geschuldet ist, um deutschen Aktiengesellschaften den Zugang zu dem betreffenden ausländischen Kapitalmarkt zu ermöglichen. Richtet sich aber das Übernahme- oder Pflichtangebot an die wirtschaftlichen Eigentümer der Aktien, so können auch nur diese die Annahme des Angebots erklären und mithin potenzielle Anspruchsinhaber im Sinne des § 12 WpÜG sein.

### c) Verbleibende Aktionäre

Eindeutig vom Gesetzeswortlaut nicht erfasst werden diejenigen Aktionäre, die das Angebot des Bieters nicht annehmen. Diese gesetzliche Einschränkung wird in der Literatur kritisiert, weil auch die in der Zielgesellschaft verbleibenden Aktionäre auf Grund der Angebotsunterlage eine Entscheidung, nämlich von einer Desinvestition abzusehen, treffen.[435] Umgekehrt könnte man in dem Verbleib der Aktionäre auch die positive Entscheidung sehen, ohne finanzielle Transaktion in die Zielgesellschaft neu zu investieren,[436] möglicherweise gerade auf Grund einer positiven Darstellung der zukünftigen Geschäftsaussichten im Falle eines erfolgreichen Übernahmeangebots durch den Bieter.[437] Dennoch ist der Wortlaut des Gesetzes eindeutig und lässt es nicht zu, einen vermögensrechtlichen Schutz der verbleibenden Aktionäre auf § 12 WpÜG zu stützen.[438] Ein solcher Schutz ist vielmehr in den konzernrechtlichen

---

[434] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 29 Rn. 33 und § 32 Rn. 8.
[435] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 26.
[436] Dies übersieht *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 12, wenn er ausführt, dass nur der annehmende Wertpapierinhaber eine Vermögensverfügung treffe. Der Hinweis auf die Börsenprospekthaftung, bei der auch nur der das Wertpapier erwerbende Anleger geschützt werde, geht fehl, weil der die Investition Ablehnende damit keine implizite Andersinvestitionsentscheidung trifft. Auch auf Grund der Interessenlage bei dem reinen Wertpapiervertrieb ist es kaum denkbar, dass der Börsenprospekt Gewinnchancen zu negativ darstellt, so dass hierdurch eine typische Gefahr für das Vermögen des die Investition ablehnenden potenziellen Anlegers in Form eines möglichen entgangenen Gewinns geschaffen würde.
[437] Vgl. auch zu dem in diesem Zusammenhang Bedeutung erlangenden Bieterdilemma oben 1. Teil B.III.2.f), S. 61ff.
[438] Im Ergebnis wie hier *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 12.

Vorschriften sowie auf Grund der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zu suchen.[439] Bei Pflichtangeboten ist zu bedenken, dass die Pflichtangebotsregel selbst bereits einen Konzerneingangsschutz darstellt,[440] so dass ein weiterer Schutz durch § 12 WpÜG für die trotz schon im Vorfeld des Angebots erfolgter Konzernierung in der Zielgesellschaft verbleibenden Aktionäre nicht notwendig erscheint.

## 3. Zweifelsfälle

Auch in Anbetracht des recht eindeutigen Wortlauts des § 12 Abs. 1 WpÜG verbleiben noch Zweifelsfälle bei der Bestimmung potenzieller Anspruchsinhaber, die ihren Ursprung in den Besonderheiten von Übernahme- und Pflichtangeboten haben.

### *a) Partiell annehmende Aktionäre und sonstige Wertpapierinhaber*

Das WpÜG kennt keinen, dem Vollangebotsprinzip gewissermaßen spiegelbildlichen Grundsatz, nach dem öffentliche Angebote von den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft für sämtliche von ihnen gehaltenen Aktien angenommen werden müssten.[441] So ist es denkbar, dass ein Aktionär die Annahme eines Übernahmeangebots nur für einen Teil seiner Aktien erklärt. Dies kann bspw. geschehen, um zum einen die vom Bieter angebotene Prämie zu vereinnahmen und zum anderen an der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung der dann konzernierten Zielgesellschaft zu partizipieren.

Zweifellos kommt es bei einem das Angebot partiell annehmenden Aktionär der Zielgesellschaft zu einem Vertragsschluss mit dem Bieter, so dass dieser Personenkreis potenziell anspruchsberechtigt im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG sein kann. Wegen der Transaktionsbezogenheit der Angebotsunterlagenhaftung kommt aber nur ein Schutz vor Schäden in Betracht, die aus der Veräußerung der Wertpapiere entstehen, nicht hingegen vor Schäden, die aus dem Verbleib in der Zielgesellschaft resultieren. Anderenfalls käme man zu einer Haftung des Bieters gegenüber verbleibenden Aktionären schon dann, wenn diese nur für eine Aktie das Angebot annehmen.

---

[439] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 26.
[440] *Hommelhof/Witt* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG Vor §§ 35 bis 39 Rn. 31; *Meyer* in Geibel/Süßmann WpÜG § 35 Rn. 3; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 35 Rn. 22f.
[441] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 21 Rn. 13 (dort Fn. 6).

### b) Zwischenerwerber; as-tendered-Handel

Bei Übernahmeangeboten ist in der Vergangenheit zu beobachten gewesen, dass diejenigen Aktien, für die während der Annahmefrist die Angebotsannahme erklärt wurde, unter einer separaten Wertpapierkennnummer bis zum Ende der Annahmefrist weiter börslich gehandelt wurden.[442] In die Angebotsunterlage wurde in solchen Fällen eine Klausel aufgenommen, wonach sämtliche Rechte und Pflichten desjenigen, der gegenüber dem Bieter das Angebot angenommen hat, auf denjenigen übergehen, der die Aktien unter der neuen Wertpapierkennnummer über die Börse erwirbt.[443] Der Handel mit solchen Aktien geschieht auf einer *as-tendered*-Basis, was bedeutet, dass die Wertpapiere nach Ablauf der Annahmefrist vom Bieter zurückerworben werden können.

*Assmann* kommt zu dem Schluss, dass wegen der Klausel zum Übergang aller Rechte und Pflichten auf einen Zwischenerwerber im *as-tendered*-Handel hiervon an sich auch etwaige Ansprüche aus § 12 WpÜG erfasst würden.[444] Demzufolge wäre der Zwischenerwerber Anspruchsinhaber. Zur Vermeidung dieses Ergebnisses sollen etwaige Ansprüche aus § 12 WpÜG gewissermaßen als höchstpersönliche Ansprüche anzusehen sein,[445] die von der genannten Klausel nicht erfasst werden und daher auch nicht auf Zwischenerwerber übergehen. Anspruchsinhaber bliebe dann derjenige, der ursprünglich das Angebot des Bieters angenommen hat.

Zunächst ist hierzu zu sagen, dass es sehr zweifelhaft ist, ob die geschilderte Gepflogenheit mit deutschem Recht überhaupt vereinbar ist.[446] Entsprechende Klauseln in der Angebotsunterlage entfalten höchstens schuldrechtliche Wirkungen und haften der Aktie als Wertpapier nicht gewissermaßen als dingliche oder wertpapierrechtlich verbriefte Belastung an.[447] Legt man die Klausel als formularmäßige Abtretung einer zukünftigen[448] Forderung aus,

---

[442] Ein solches Vorgehen war insbesondere bei den Übernahmeangeboten *Vodafone/Mannesmann* und *INA/FAG Kugelfischer* zu beobachten.
[443] Zum genauen Wortlaut der Klausel im *Mannesmann*-Fall siehe *Assmann* AG 2002, 153, 158 (dort Fn. 41).
[444] *Assmann* AG 2002, 153, 158.
[445] *Assmann* AG 2002, 153, 158: Der Anspruch aus § 12 WpÜG entsteht „*in persona*".
[446] Offensichtlich stammt sie aus dem anglo-amerikanischen Rechtsraum, wie vor allem die Formulierung der *Mannesmann*-Klausel (vgl. den Nachweis in Fn. 443) zeigt.
[447] Ebenso *Assmann* AG 2002, 153, 158.
[448] Im Zeitpunkt der Angebotsannahme kann ja noch kein Schaden und damit auch noch kein Anspruch aus § 12 WpÜG entstanden sein.

so ist sie als unwirksam anzusehen. Denn dann käme dies einem Vorauserlass eines Anspruchs aus § 12 WpÜG im Voraus gleich, der mit § 12 Abs. 5 WpÜG nicht zu vereinbaren ist[449] und eine zwingende Untersagung des Angebots durch die BAFin gem. § 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG zur Folge hat. Inhaber von Ansprüchen aus § 12 WpÜG bleibt daher in diesen Fällen stets derjenige, der das Angebot des Bieters ursprünglich angenommen hat. Es bedarf hierzu also weder der Annahme eines *in persona* entstehenden Rechts noch einer Prüfung der Rechteübertragungsklausel nach dem Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen.[450]

Demzufolge ist es auch ohne weiteres möglich, Ansprüche aus § 12 WpÜG an Dritte abzutreten, so lange dies nicht formularmäßig auf Grund einer vom Bieter in die Angebotsunterlage aufgenommenen Klausel geschieht.[451]

### c) *Zweiterwerber der vom Bieter als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere bei Tauschangeboten*

Werden im Zuge eines Übernahme- oder Pflichtangebots liquide Aktien im Sinne des § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG als Gegenleistung angeboten und an die annehmenden Wertpapierinhaber übertragen, so stellt sich die Frage, ob auch Dritte, die im Anschluss daran diese Wertpapiere erwerben, einen Anspruch aus § 12 WpÜG haben können. Es ist ohne weiteres denkbar, dass sie diese vom Bieter ausgegebenen Aktien auf Grund der Angebotsunterlage erworben haben, weil deren Werthaltigkeit positiv dargestellt wurde. Dennoch kommt es zwischen ihnen und dem Bieter nicht zu einem Vertragsschluss, so dass nach dem eindeutigen Wortlaut des § 12 WpÜG ein Schadensersatzanspruch jedenfalls nach dieser Vorschrift nicht in Betracht kommt. Gleichwohl wäre eine Haftung nach § 13 VerkProspG i.V.m. §§ 44ff. BörsG zu prüfen.[452]

---

[449] Zur Anwendung des § 12 Abs. 5 WpÜG auf Klauseln mit erlassgleicher Wirkung und im Zusammenhang mit dem *as-tendered*-Handel siehe unten 2. Teil C.VII, S. 213ff.
[450] Letzteres nimmt auch *Assmann* AG 2002, 153, 158 an.
[451] Diese Abtretungsmöglichkeit müsste *Assmann* (Fn. 445) konsequenterweise verneinen.
[452] Siehe dazu unten 3. Teil B.I.1.c), S. 236ff.

## III. Fehlerhafte wesentliche Angaben

Eine Haftung aus § 12 WpÜG setzt voraus, dass die für die Beurteilung des Angebots wesentlichen Angaben unrichtig oder unvollständig sind, mithin die Angebotsunterlage fehlerhaft ist. An dieser Stelle zeigt sich die enge Verknüpfung mit § 11 WpÜG und § 2 WpÜAngVO, die die Einzelheiten der mit in die Angebotsunterlage aufzunehmenden Angaben regeln.[453] Wie noch zu zeigen sein wird, geht eine potenzielle Haftung aber darüber hinaus, da grundsätzlich auch solche Angaben relevant werden können, die nicht hätten gemacht werden müssen (fakultative Angaben).

### 1. Fehlerhaftigkeit der Angaben

Die Haftung nach § 12 WpÜG kann nur dann ausgelöst werden, wenn Angaben aus der Angebotsunterlage fehlerhaft sind. Unter Fehlerhaftigkeit versteht das Gesetz die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit von Angaben. Grundsätzlich genügt für eine potenzielle Haftung die Fehlerhaftigkeit einer einzigen Angabe.

#### *a) Unerheblichkeit der Gestattung bzw. Nichtbeanstandung der Angebotsunterlage durch die BAFin*

Die Angebotsunterlage ist gem. § 14 Abs. 1 WpÜG der BAFin zu übermitteln. Im Rahmen des Gestattungs- bzw. Untersagungsverfahrens nimmt die Bundesanstalt eine Überprüfung der Angebotsunterlage und damit auch der einzelnen Angaben vor. Wird die Veröffentlichung des Angebots gem. § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG gestattet oder nicht innerhalb von zehn bis max. fünfzehn Werktagen untersagt mit der Folge des Eintritts der Gestattungsfiktion, so führt dies nicht zu einer Heilung eventueller Mängel.[454] Die Unerheblichkeit der behördlichen Entscheidung ergibt sich schon aus dem eingeschränkten Prüfungsumfang im Gestattungsverfahren, der sich auf eine formelle Vollständigkeits- und eine materielle Evidenzkontrolle be-

---

[453] Zu Einzelheiten zu den in die Angebotsunterlage aufzunehmenden notwendigen und ergänzenden Angaben siehe oben 1. Teil B.III.2.d), S. 45 sowie 1. Teil B.III.3.b), S. 65.

[454] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 41; *Assmann* AG 2002, 153, 156; *Haarmann* ZIP 2001, 2249, 2251; *Mühle* WpÜG, S. 233; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 7; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 4; ähnlich für Börsenzulassungsprospekte OLG Frankfurt am Main WM 1994, 291, 297; LG Frankfurt am Main WM 1992, 1768, 1770f.

schränkt.[455] Im Übrigen wäre es sehr bedenklich, wenn eine Gestattungsverfügung bzw. der Eintritt der Gestattungsfiktion eventuelle Ansprüche aus § 12 WpÜG untergehen ließe, ohne dass potenzielle Anspruchsinhaber am Verfahren beteiligt würden.[456] Angesichts des äußerst knappen Zeitrahmens, der für das Gestattungsverfahren vorgesehen ist, wäre die BAFin auch tatsächlich gar nicht in der Lage, die materielle Richtigkeit der Angebotsunterlage umfassend festzustellen.[457]

### *b) Unrichtigkeit und Unvollständigkeit*

Aus Gründen der Klarstellung und der Praxisrelevanz nennt der Gesetzgeber[458] neben der Unrichtigkeit der Angaben auch deren Unvollständigkeit, obgleich schon im Rahmen der Börsenprospekthaftung letztere nur als ein Unterfall der ersteren angesehen wird.[459] Ob dem zuzustimmen ist, kann offen bleiben, da Unrichtigkeit und Unvollständigkeit im Rahmen des § 12 WpÜG keine unterschiedlichen Rechtsfolgen nach sich ziehen.[460]

#### *aa) Tatsächliche Fehlerhaftigkeit*

Unrichtigkeit ist bei Angaben in Form von Tatsachen gegeben, wenn sie nicht der Wirklichkeit entsprechen.[461] Insofern ist die Unrichtigkeit also rein objektiv zu bestimmen. Werturteile und Prognosen sind daneben als unrichtig anzusehen, wenn sie nicht ausreichend durch Tatsachen gestützt werden oder kaufmännisch bzw. fachlich nicht vertretbar sind.[462] Auch insoweit kommt es auf eine objektive Unrichtigkeit an, so dass hinsichtlich der kaufmännischen bzw. fachlichen Vertretbarkeit ebenfalls ein objektiver Maßstab anzulegen ist. Geht es bspw. um Bewertungsfragen, so müssen die dieser zugrunde liegende Prognosen wirtschaftswissenschaftlich gut vertretbar sein. Eine Bewertung darf demgegenüber nicht allein

---

[455] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 15 Rn. 3.
[456] In diesem Sinne Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42.
[457] Vgl. *Mühle* WpÜG, S. 233; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 7.
[458] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42.
[459] *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 8; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 4.
[460] §§ 45, 46 BörsG in der Fassung vor dem 01. April 1998 knüpften noch unterschiedliche Rechtsfolgen an die Unrichtigkeit einerseits und die Unvollständigkeit andererseits, vgl. *Hamann* in Schäfer § 45, 46 a.F. BörsG Rn. 72ff. und Rn. 115ff., vgl. *Hamann* in Schäfer § 45, 46 BörsG a.F. Rn. 72ff. und Rn. 115ff.
[461] *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 4; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 11.
[462] *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 4; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 11.

auf wissenschaftlich außen stehende Meinungen oder Ansichten gestützt sein, um objektiv fachlich vertretbar zu sein.

Unerheblich ist in diesem Zusammenhang die Frage, was der jeweils Haftungsverpflichtete als vertretbar annehmen durfte. Die Beantwortung dieser Frage gehört nämlich nicht zur Bestimmung der Unrichtigkeit, sondern ist im Rahmen des durch § 12 Abs. 2 WpÜG abweichend von den allgemeinen Regeln normierten individuellen Verschuldens zu prüfen.[463]

Besonderes Augenmerk ist im Hinblick auf die Unrichtigkeit der Angebotsunterlage der Darstellung der Bieterabsichten gem. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG zu widmen: Zunächst handelt es sich auch hierbei um eine Tatsache, nämlich eine innere Tatsache, deren Angabe dann unrichtig ist, wenn der Bieter in Wahrheit andere Absichten verfolgt als angegeben. Die hieraus entstehenden Beweisprobleme sind allgemeiner Art und tauchen stets im Zusammenhang mit inneren Tatsachen auf. Zu beachten ist, dass eine Änderung der Absichten nach Durchführung des Angebotsverfahrens[464] für sich noch keine Fehlerhaftigkeit der Angabe selbst bedeutet. Denn die spätere Änderung sagt nichts darüber aus, ob die anfänglich dargelegte Absicht nicht wirklich bestand. Gleichwohl wird man *prima facie* davon ausgehen können, dass die Absichten falsch dargestellt wurden, wenn spätere Absichtsänderungen vom Bieter nicht plausibel begründet werden können. Da aber der Bieter grundsätzlich nach einem erfolgreichen Übernahme- oder Pflichtangebot in seiner Unternehmensführung flexibel agieren können muss, wird man in Hinblick auf die Plausibilität nur verlangen können, dass spätere Absichtsänderungen wirtschaftlich nicht schlechthin unvertretbar erscheinen. So dürfte bspw. die Angabe als fehlerhaft angesehen werden, dass der Bieter in der Angebotsunterlage die Absicht zur Fortführung der Zielgesellschaft in ihrer jetzigen Form äußert, nach der Übernahme aber deren Zerschlagung durch Einzelveräußerung der Vermögenswerte betreibt, ohne dass dies wirtschaftlich anders als durch eine angestrebte Bietersanierung zu rechtfertigen wäre.

Eine Angabe ist unvollständig, wenn ihr wesentliche Elemente fehlen, die für ihr richtiges Verständnis unerlässlich sind. Unvollständigkeit ist aber auch dann gegeben, wenn eine Anga-

---

[463] Zum Verschulden siehe unten 1. Teil C.V, S. 169.
[464] Während der Angebotsphase wären Absichtsänderungen allerdings bekannt zu machen, wenn Ansprüche aus § 12 WpÜG vermieden werden sollen, vgl. unten 2. Teil C.III.1.e)cc), S. 160f.

be komplett fehlt, sie aber entweder auf Grund des Katalogs des § 11 Abs. 2 Satz 3 bzw. § 2 WpÜAngVO oder auf Grund ihrer Bedeutung für eine richtige Beurteilung des Angebots notwendig hätte gemacht werden müssen.[465] Genau genommen bezieht sich in solchen Fällen die Unvollständigkeit nicht auf einzelne Angaben, sondern auf die Angebotsunterlage als solche. Die insofern bestehende tatbestandliche Ungenauigkeit des § 12 Abs. 1 WpÜG ist aber nur einer besseren sprachlichen Verständlichkeit der Norm geschuldet und führt nicht zu einer sachlich unterschiedlichen Behandlung von unvollständigen Angaben gegenüber einer unvollständigen Angebotsunterlage.

*bb) Rechtliche Fehlerhaftigkeit*

Fraglich ist, ob Angaben auch dann fehlerhaft sein können, wenn sie nicht mit rechtlichen Vorgaben in Einklang stehen. Dies betrifft z.B. Bilanzen, die gegen Bilanzierungsvorschriften verstoßen. Insofern dürfte es aber schon an deren wirtschaftswissenschaftlicher Vertretbarkeit fehlen, so dass sie bereits als tatsächlich unrichtig oder unvollständig eingestuft werden können.

Etwas Anderes mag allerdings in Hinblick auf Bewertungsfragen gelten. So kann die Bewertung der zu erwerbenden bzw. bei Tauschangeboten der angebotenen Wertpapiere zwar in wirtschaftswissenschaftlich vertretbarer Weise erfolgt sein und die dahin gehende Angabe tatsächlich richtig sein, wenn eine entsprechende Bewertung auch tatsächlich auf diese Weise durchgeführt wurde. Gleichwohl kann in solchen Fällen die Bewertung gegen die Angemessenheitsvorgaben aus § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3ff. WpÜAngVO verstoßen.[466] Auch dann ist die Angabe als fehlerhaft anzusehen.[467]

---

[465] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 14.

[466] Sofern es um relevante Vorerwerbe geht, die die Mindesthöhe der Angemessenheit bestimmen können, ist deren Verschweigen oder Falschdarstellung in aller Regel schon eine tatsächliche Fehlerhaftigkeit, es sei denn, es geht auch insoweit um die Bewertung der Vorerwerbsgegenleistung. Zu Primärleistungsergänzungsansprüchen bei Verschweigen relevanter Vorerwerbe siehe unten 3. Teil D.II.1, S. 242ff.

[467] Zu der Frage, ob fehlerhafte Bewertungen zu einer Primärleistungsergänzung führen können siehe unten 2. Teil C.VI.4, S. 192 und 3. Teil D.II, S. 242ff.

### c) Fehlerhafter Gesamteindruck

Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit können sowohl auf einzelne Angaben als auch auf die Angebotsunterlage als solche bezogen sein. In einem weiteren Schritt kann man dann auch in denjenigen Fällen von einer Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage sprechen, wenn diese zwar aus einzelnen richtigen Angaben zusammengesetzt ist, aber insgesamt ein falsches Bild von dem ihr zugrunde liegenden Angebot vermittelt. Im Rahmen der börsengesetzlichen Prospekthaftung wird dies als unzutreffender oder fehlerhafter Gesamteindruck bezeichnet.[468] Dieser Grundsatz lässt sich auch auf die Angebotsunterlagenhaftung nach § 12 WpÜG übertragen.[469] Die Angebotsunterlage ist daher als fehlerhaft anzusehen, wenn sie insgesamt geeignet ist, die Entscheidung der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft unsachlich zu beeinflussen.[470]

### d) Adressatenbezogene Feststellung der Fehlerhaftigkeit

Der Begriff des fehlerhaften Gesamt*eindrucks* und die damit zusammenhängenden Überlegungen zeigen, dass die Fehlerhaftigkeit adressatenbezogen festzustellen ist. Im Rahmen von § 12 WpÜG kommt es insoweit auf die Beurteilung durch die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft an. Da diese keine homogene Gruppe bilden, ist auf den durchschnittlichen, verständigen und informierten Wertpapierinhaber abzustellen.[471] Die an sich subjektive Beurteilung des Gesamteindrucks der Angebotsunterlage wird auf diesem Wege objektiviert. Vor dem wirtschaftlichen Hintergrund öffentlicher Angebote ist aber zu berücksichtigen, dass eben auf Grund der vermögensrechtlichen Bindung der hier in Rede stehenden Wertpapierinhaber an die Zielgesellschaft eine vom durchschnittlichen Anleger abweichende Kenntnis von deren geschäftlichen Verhältnissen vorausgesetzt werden kann. Von einem durchschnittlichen Aktionär der Zielgesellschaft kann erwartet werden, dass er die Quartalsberichte und etwaige Ad-hoc-Mitteilungen seines Anlageobjekts verfolgt. Nicht zu erwarten ist allerdings, dass er regelmäßig an den ordentlichen Hauptversammlungen teilgenommen hat.

---

[468] Vgl. *Assmann* in Assmann/Schütze KapAnlR § 7 Rn. 68; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG n.F. Rn. 68; *Lenenbach* KapMR Rn. 8.88; für Verkaufsprospekte *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 31.
[469] *Assmann* AG 2002, 153, 156; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 5; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 15.
[470] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 15.
[471] Ähnlich *Assmann* AG 2002, 153, 155; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 6.

Daneben ist ein spezielles Fachwissen im Hinblick auf wirtschaftliche, bilanz-, handels- oder kapitalmarktrechtliche Besonderheiten nicht vorauszusetzen.[472]

Das Abstellen auf einen objektiven Aktionär der Zielgesellschaft bei der Beurteilung des Gesamteindrucks der Angebotsunterlage darf nicht mit der oben geschilderten objektiven Bestimmung der Unrichtigkeit verwechselt werden. Die Konstruktion eines fiktiven verständigen Durchschnittsaktionärs kann nur zur Beurteilung an sich richtiger Angebotsunterlagen, die aber einen falschen Eindruck erwecken, herangezogen werden. Hinsichtlich tatsächlich bestehender Unrichtigkeit, Unvertretbarkeit oder Unvollständigkeit wird diese Gedankenfigur nicht benötigt. Mit anderen Worten: Eine objektiv falsche Tatsachenangabe, ein unvertretbares Werturteil, eine falsche Prognose oder eine unvollständige Angabe werden nicht etwa dadurch richtig bzw. vollständig, dass ein verständiger Durchschnittsaktionär der Zielgesellschaft diese richtig verstehen würde.[473]

Daher führt die Heranziehung der Denkfigur eines Durchschnittsaktionärs der Zielgesellschaft auch dazu, dass im konkreten Haftungsfall nicht zu überprüfen ist, ob der jeweilige Anspruchsteller über ein spezielles Fachwissen verfügt und damit besser informiert ist als ein Durchschnittsaktionär. Demzufolge spielt es bei der Bestimmung der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage auch keine Rolle, ob der jeweilige Anspruchsteller die Fehlerhaftigkeit kannte oder hätte kennen müssen bzw., ob er die Angebotsunterlage sogar trotz eines fehlerhaften Gesamteindrucks richtig verstanden hat. Daneben ist es auch unerheblich, ob der jeweilige Anspruchsteller in seiner Funktion als institutioneller Anleger oder als an der Zielgesellschaft erheblich Beteiligter im konkreten Fall tieferen Einblick in die Verhältnisse der Zielgesellschaft oder gar des Bieters hatte als es bei dem durchschnittlichen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft der Fall wäre.

Besonderheiten gelten aber hinsichtlich solcher Angaben, die den Bieter betreffen sowie veräußerungsbezogenen Angaben bei Tauschangeboten. Hier kann ein spezielles Wissen der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft nicht vorausgesetzt werden, da dieses nur in Bezug auf Angaben zur Zielgesellschaft angenommen werden kann. Hinsichtlich der Beurteilung der

---

[472] Vgl. *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 6.
[473] In der Literatur wird diese Trennung allerdings nicht scharf vollzogen, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 6; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 6.

Fehlerhaftigkeit gelten dann die zu den sonstigen Prospekthaftungstatbeständen entwickelten Grundsätze,[474] so dass auch insoweit auf einen durchschnittlichen Anleger abzustellen ist. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass der BGH dem durchschnittlichen Anleger zutraut, eine Bilanz lesen zu können.[475] Warum dieser Standpunkt in der Literatur so heftig kritisiert worden ist,[476] ist aber kaum nachvollziehbar: Wollte man dem durchschnittlichen Anleger diese Fähigkeit absprechen, so hätte dies doch zur Folge, dass bei Veräußerungsangeboten von Wertpapieren der (An-)Bieter stets die beigefügten Bilanzen ausführlich erläutern müsste, da anderenfalls auch richtige Bilanzen als fehlerhaft angesehen werden müssten, weil sie der durchschnittliche Anleger nicht verstehen kann. Die unsinnige Folge wäre aber in Hinblick auf die geforderte Prospektklarheit angesichts der mit ihr notwendig einhergehenden Überfrachtung des Prospekts bzw. der Angebotsunterlage kontraproduktiv. Hinzu kommt, dass der durchschnittliche Anleger gerade nicht der eher atypische Kleinanleger sein sollte, der auch einfachere wirtschaftliche Zusammenhänge nicht begreift.

#### *e) Zeitpunkt der Fehlerhaftigkeit*

Bei der Bestimmung des maßgeblichen Zeitpunkts, zu dem die Angebotsunterlage fehlerhaft sein muss, um einen Anspruch aus § 12 WpÜG auslösen zu können, sind mehrere Anknüpfungsmöglichkeiten denkbar. Auszuschließen ist zunächst allerdings der Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Denn diese Entscheidungsveröffentlichung enthält zum einen allenfalls die Eckpunkte des Angebots[477] und ist zum anderen auch nicht die sachliche Entscheidungsgrundlage der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Ebenso wenig kommt als Anknüpfungspunkt die Zeitspanne zwischen Entscheidungs- und Angebotsveröffentlichung in Betracht, da in dieser Zeit die Angaben erst ermittelt werden müssen.[478]

---

[474] Ausführlich hierzu *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 16ff.; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 72ff. und 115ff.
[475] BGH WM 1982, 862, 863.
[476] Vgl. *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 23; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 84; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 12.
[477] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 39; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 10 Rn. 23f.
[478] Ungenau *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 11: Zeitpunkt der „Erstellung“ der Angebotsunterlage.

*aa) Veröffentlichung der Angebotsunterlage gem. § 14 Abs. 2 und 3 WpÜG*

Für die Anknüpfung an den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage[479] hinsichtlich der Unrichtigkeit der Angaben spricht, dass auch bei der Berechnung der absoluten Verjährungsfrist gem. § 12 Abs. 4 WpÜG darauf abgestellt wird. Auf diese Weise ließe sich allerdings keine Haftung für solche Angaben begründen, die nach der Veröffentlichung unrichtig werden. Hierdurch käme es zu einem ungleichen Schutz von den spät gegenüber den früh das Angebot annehmenden Aktionären.

*bb) Angebotsannahme*

Richtig ist demgegenüber, auf den Zeitpunkt des einzelnen Vertragsschlusses abzustellen. Damit wird dem Charakter der Angebotsunterlagenhaftung als individuellem Haftungsanspruch am ehesten Rechnung getragen. Demzufolge ist für jeden potenziellen Anspruchsinhaber getrennt zu beurteilen, ob die Angebotsunterlage zum Zeitpunkt der Abgabe seiner Angebotsannahme unrichtig oder unvollständig war. Dann nämlich kommt es auch erst zu der Desinvestitionsentscheidung des Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft, für die die Angebotsunterlage die sachliche Entscheidungsgrundlage sein soll. Genau genommen liegt der maßgebliche Zeitpunkt schon vor dem einzelnen Vertragsschluss, weil dieser den Zugang der Angebotsannahme als rechtsgeschäftlicher Willenserklärung voraussetzt.

Das Abstellen auf die Abgabe der Annahmeerklärung korrespondiert zudem mit der gesetzlich eingeräumten Berichtigungsmöglichkeit mit der Folge eines Haftungsausschlusses für den Bieter gem. § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG.[480] Würde man für die Unrichtigkeit der Angaben demgegenüber den Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung für maßgeblich halten, so könnte der Bieter mit einer Berichtigung von Angaben eine drohende Haftung aus § 12 WpÜG nicht weiter eingrenzen. Ist die Berichtigung selbst unrichtig (Falschberichtigung), so kann dies die Haftungsgefahr allerdings auch verschärfen.

Umgekehrt ist das Abstellen auf den Zeitpunkt der Angebotsannahme auch aus der Sicht der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft sachgerecht. War die Angebotsunterlage anfänglich

[479] So *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 7 im Widerspruch zu § 12 Rn. 11 (vgl. Fn. 478).
[480] Im Einzelnen siehe unten 1. Teil C.V.6.d), S. 179ff.

richtig, sind einzelne Angaben jedoch unrichtig geworden, so sind diejenigen Aktionäre geschützt, die das Angebot danach annehmen. Ihre Entscheidungsgrundlage ist nämlich irreführend geworden. Wollte man nur auf die Angebotsveröffentlichung abstellen, so könnte dies nicht berücksichtigt werden.

### *cc) Aktualisierungspflicht*

Im Zusammenhang mit der hier diskutierten Frage des maßgeblichen Zeitpunkts ist die in der Literatur aufgeworfene Frage des Bestehens einer Aktualisierungspflicht für den Bieter zu erwähnen.[481] Klarstellend sind hierzu zwei Dinge anzumerken: Zum einen betrifft die Aktualisierung nur solche Angaben, die ursprünglich richtig waren, inzwischen aber unrichtig geworden sind. Hierin unterscheidet sich die Aktualisierung von der Berichtigung anfänglich fehlerhafter Angaben. Zum anderen geht es um die Frage, ob den Bieter eine öffentlich-rechtliche bzw. kapitalmarkrechtliche Pflicht zur Aktualisierung trifft,[482] ähnlich wie sie in § 23 WpÜG hinsichtlich der Aktualisierung der Zahl der Angebotsannahmen und der neu hinzuerworbenen Stimmrechte an der Zielgesellschaft vorgesehen ist (sog. Wasserstandsmeldungen). Es geht um die Pflicht zur Information der übernahmerechtlichen Bereichsöffentlichkeit, also vornehmlich sämtlicher am Übernahmeverfahren beteiligter Primär- und Sekundäradressaten.[483]

Daraus ergibt sich, dass die Streitfrage im Zusammenhang mit einer Haftung nach § 12 WpÜG keine Rolle spielt.[484] Denn selbst wenn den Bieter keine öffentlich-rechtliche Aktualisierungspflicht treffen sollte, so ändert dies nichts daran, dass eine unterlassene Aktualisierung gegenüber den einzelnen annehmenden Aktionären zu einer Haftung führen kann.[485]

---

[481] Dafür: *Assmann* AG 2002, 153, 156f.; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 14f.; vor Inkrafttreten des WpÜG auch *Assmann/Bozenhardt* in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 95; dagegen: *Hamann* ZIP 2001, 2249, 2257; wohl auch *Oechsler* NZG 2001, 817, 823f.

[482] Spezielle kapitalmarktrechtliche Aktualisierungspflichten enthalten § 11 VerkProspG für Verkaufs- und § 52 Abs. 2 BörsZulVO für Börsenzulassungsprospekte. Eine kapitalmarktrechtliche Aktualisierungspflicht in Bezug auf *material changes* existiert auch unter *Rule* 27 CCTM.

[483] Siehe oben 1. Teil B.III.2.e), S. 57ff.

[484] Anders *Assmann* AG 2002, 153, 156.

[485] Im Ergebnis ebenso *Assmann* AG 2002, 153, 156; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 11.

#### *dd) Ex-post-Beurteilung der Fehlerhaftigkeit*

Die Frage, ob die Angebotsunterlage zum jeweiligen maßgeblichen Zeitpunkt tatsächlich objektiv fehlerhaft war, ist im Wege einer *ex-post*-Feststellung nachträglich zu ermitteln.[486] Dies ist Ausdruck des Haftungsgrunds von § 12 WpÜG (nachträgliche materielle Prospektkontrolle[487]). Demzufolge sind bei dieser Beurteilung auch spätere Erkenntnisse heranzuziehen.[488] Ob diese Erkenntnisse für die Haftungsverpflichteten feststellbar bzw. vorhersehbar waren ist eine Frage des individuellen Verschuldens und hängt auch mit deren Ermittlungspflichten zusammen. Erst im Rahmen des Verschuldens ist daher eine *ex-ante*-Betrachtung der Fehlerhaftigkeit angezeigt. Dies gilt auch für Prognosen: Erweisen sich diese im Nachhinein als unzutreffend, so waren sie zum Zeitpunkt ihrer Erstellung nicht etwa richtig. Vielmehr ist es eine Frage des Verschuldens, ob eine fehlerhafte Prognose vorwerfbar ist oder nicht.

### 2. Wesentlichkeit der fehlerhaften Angaben

§ 12 Abs. 1 WpÜG führt nicht zu einer Haftung für jegliche fehlerhafte Angaben, sondern nur für solche, die für die Beurteilung des Angebots wesentlich sind.[489] Mit dem Merkmal der Wesentlichkeit als unbestimmtem Rechtsbegriff wird daher die potenzielle Haftung eingeschränkt. Hierdurch wird nicht nur das Haftungsrisiko der Haftungsverpflichteten begrenzt, sondern gleichzeitig auch verhindert, dass wegen jeglicher kleinerer Mängel Ansprüche aus § 12 WpÜG hergeleitet werden können.

#### ***a) Objektive Beurteilungsrelevanz bei hypothetischer richtiger Angabe***

Nach der Gesetzesbegründung ist für die Wesentlichkeit einer Angabe entscheidend, „*ob sich im konkreten Fall bei einer ordnungsgemäßen Angabe die für die Beurteilung der Wertpapiere maßgeblichen tatsächlichen oder rechtlichen Verhältnisse verändern würden*“.[490] Zunächst ist daher die fehlerhafte Angabe zu korrigieren und in der Folge zu untersuchen, ob sich hier-

---

[486] Anders *Assmann* AG 2002, 153, 155; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 7: *ex-ante*.
[487] Siehe oben 1. Teil A.III.4, S. 105.
[488] Anders *Assmann* AG 2002, 153, 155; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 7.
[489] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 9.
[490] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42.

durch das Übernahme- oder Pflichtangebot in seinem wirtschaftlichen oder rechtlichen Charakter ändert. Entsprechend wäre bei einer unvollständigen Angabe bzw. bei einem fehlerhaften Gesamteindruck vorzugehen. Diese objektive Bestimmung der Wesentlichkeit führt dazu, dass allenfalls formale Mängel wie etwa falsche Adressangaben[491] oder Ähnliches aus dem Tatbestand des § 12 WpÜG herausgefiltert werden.

### *b) Subjektive Entscheidungsrelevanz der fehlerhaften Angabe?*

Da als Anspruchsberechtigte im Rahmen des § 12 WpÜG prinzipiell nur die (annehmenden) Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in Betracht kommen, stellt sich die Frage, ob die Wesentlichkeit einer Angabe aus deren Sicht zu beurteilen ist. Hierfür spricht zunächst der Umstand, dass auch die Fehlerhaftigkeit der Angaben auf diese Weise bestimmt wird. In der Tat findet sich in der Literatur vorwiegend die auf die prospekthaftungsrechtlichen Kommentierungen[492] zurückgehende Ansicht, wesentlich seien nur solche Angaben, die ein durchschnittlicher Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft bei seiner Desinvestitionsentscheidung „eher als nicht“ berücksichtigen würde.[493]

Gegen die Heranziehung subjektiver Elemente bei der Beurteilung der Wesentlichkeit spricht schon die im Zusammenhang mit Übernahme- und Pflichtangeboten ungeeignete Formel einer „eher als nicht“-Berücksichtigung. Denn ein Kauf- oder Tauschangebot kann nur entweder angenommen oder abgelehnt werden. Letztlich käme man auf diesem Wege zu der Frage, ob ein durchschnittlicher Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft das Angebot auch dann angenommen hätte, wenn die Angabe richtig in die Angebotsunterlage aufgenommen worden wäre. Diese Hypothese spielt aber erst im Rahmen der Rechtsfolge eines bestehenden Schadensersatzanspruchs eine Rolle.

Des Weiteren würde die Bestimmung der Wesentlichkeit aus der Sicht eines durchschnittlichen Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft zu einer erheblichen Einschränkung des Anwendungsbereichs der Angebotsunterlagenhaftung führen: Denn für den Wertpapierinhaber

---

[491] Vgl. Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 42; zustimmend *Haarmann* ZIP 2001, 2249, 2256; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 10; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 10.

[492] Vor allem *Assmann* in Assmann/Schütze KapAnlR § 7 Rn. 66; *ders.* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 25; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 76.

[493] *Assmann* AG 2002, 153, 154; *Haarmann* ZIP 2001, 2249, 2256; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 9; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 9.

ist in erster Linie die Höhe der Gegenleistung entscheidend. Die angebotene Gegenleistung selbst ist aber schon keine Angabe im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG.[494] Daher dürften allenfalls noch Angaben zu der Bewertung der zu erwerbenden Wertpapiere der Zielgesellschaft wichtig und damit wesentlich sein.

Unerheblich ist es für den Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft demgegenüber, welche Pläne der Bieter im Falle des Erfolgs hegt. Denn bei einer Veräußerung der Aktien ist weder die zukünftige Entwicklung der Zielgesellschaft noch des Bieters für den veräußernden Aktionär interessant, weil er hieran ohnehin nicht mehr partizipieren wird. Sollte er demgegenüber das Angebot auf Grund einer fehlerhaften Angabe ablehnen, so ist für ihn zwar die zukünftige Entwicklung der Zielgesellschaft wesentlich, doch kann er schon deswegen keinen Anspruch aus § 12 WpÜG haben, da dieser nur den annehmenden Wertpapierinhabern und auch nur in Bezug auf die von diesen hingegebenen Aktien zustehen kann.[495]

Wichtiger sind demgegenüber Angaben zur Sicherstellung der Finanzierung bei Barangeboten sowie zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters. Denn hierdurch wird das Risiko einer Insolvenz des Bieters während des Angebots beurteilbar. Folgende Überlegungen zeigen aber, dass auch diese Angaben für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft von untergeordneter Bedeutung sind. Wären etwa die Angaben zur Sicherstellung der Finanzierung des Angebots falsch, wird der Bieter zahlungsunfähig und droht hierdurch den annehmenden Wertpapierinhabern, ihre Aktien an den Bieter übertragen zu müssen, ohne die Gegenleistung in voller Höhe zu erhalten, so nützt ihnen auch ein eventueller Haftungsanspruch aus § 12 WpÜG, jedenfalls gegenüber dem Bieter, nichts. Der Gesetzgeber hat diese Problematik auch gesehen und deshalb in § 13 WpÜG eines Sonderregelung geschaffen, nach der bei Barangeboten das die Finanzierungsbestätigung ausstellende Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Ausfallhaftung treffen kann.

Die Bestimmung der Wesentlichkeit sollte darüber hinaus deswegen nicht allein aus der Sicht der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft beurteilt werden, weil hierdurch die materielle Prospektkontrolle als Haftungsgrund für die Angebotsunterlagenhaftung zu kurz käme. Denn,

---

[494] Siehe oben 1. Teil B.III.2.d)aa), S. 46.
[495] Siehe oben 1. Teil C.II.1, S. 145.

wenn im Rahmen der Überprüfung der erwerbsbezogenen Angaben allein die Angaben zur Bewertung der angebotenen Gegenleistung wesentlich würden, würde dieser Zweck verfehlt.

### *c) Besonderheiten bei Tauschangeboten*

Sofern der Bieter Wertpapiere zum Tausch anbietet, sind für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft bei der Beurteilung des Angebots demgegenüber der Großteil der nach § 2 Nr. 2 WpÜAngVO i.V.m. § 7 VerkProspG zu machenden Angaben bzw. Änderungsangaben wesentlich. Denn bei der Annahme des Tauschangebots treffen sie neben der Desinvestitionsentscheidung gleichzeitig eine Entscheidung zur Neuinvestition in die angebotenen Wertpapiere. Sie müssen daher über sämtliche wertbildenden Faktoren der angebotenen Wertpapiere umfassend sachlich informiert sein. Auch in diesem Zusammenhang ist es aber nicht notwendig, die Bestimmung der Wesentlichkeit der veräußerungsbezogenen Angaben aus der Sicht der Wertpapierinhaber vorzunehmen, weil die objektive Bestimmung des Wesentlichkeit letztere mit umfasst.

### *d) Einzelne, regelmäßig wesentliche Angaben*

Auf Grund der objektiven Bestimmung der Wesentlichkeit ist der Katalog der wesentlichen Angaben im Sinn des § 12 WpÜG erheblich weiter als bei einem Abstellen auf die Entscheidungsrelevanz der einzelnen Angaben. Wesentlich sind dann regelmäßig Angaben zur Bewertung der Gegenleistung und zu den angewandten Bewertungsmethoden, zu relevanten Vorerwerben, zu bestehenden direkten oder indirekten Beteiligungen des Bieters sowie mit ihm gemeinsam handelnder Personen an der Zielgesellschaft, zu den Absichten des Bieters hinsichtlich der Zielgesellschaft, zur Sicherstellung der Finanzierung, zur Finanz-, Vermögens- und Ertragslage des Bieters, zum Stand behördlicher Genehmigungsverfahren sowie veräußerungsbezogene Angaben bei Tauschangeboten.[496]

[496] Vgl. auch die Aufzählung bei *Assmann* AG 2002, 153, 155.

## 3. Beispiele für fehlerhafte wesentliche Angaben aus der Rechtsprechung

Beispiele aus der Rechtsprechung können nur bezogen auf die Angebotsunterlagenhaftung bei Tauschangeboten und insoweit auf veräußerungsbezogene Angaben gegeben werden, da bisher nur Fälle zu entscheiden waren, bei denen es um den Vertrieb von Wertpapieren und nicht um den Erwerb von Wertpapieren aus der Sicht der Haftungsverpflichteten ging. Im Folgenden sollen kurz die bekanntesten hierzu ergangenen Entscheidungen skizziert werden:

### *a) „Bond"-Fall*

Im „*Bond*-Fall"[497] hat das entscheidende OLG Frankfurt am Main eine Vielzahl von Prospektmängeln beanstandet. Insgesamt wurde das geschäftliche Hauptbetätigungsfeld des Emittenten viel zu positiv und damit falsch dargestellt. Es wurde nicht deutlich gemacht, dass das geschäftliche Hauptbetätigungsfeld des Emittenten in strategischen Beteiligungserwerben bestand. In diesem Zusammenhang war eine Unternehmensakquisition geplant worden, bei der die finanziellen Risiken nicht gebührend in dem Prospekt erwähnt wurden.

### *b) „Elsflether Werft"-Fall*

In der Entscheidung „*Elsflether Werft*" hatte die Emittentin in ihrem Prospekt keine Angabe zu einer anhängigen Anfechtungsklage gegen den Kapitalerhöhungsbeschluss gemacht, der die Grundlage der öffentlich angebotenen jungen Aktien bildete.[498] Im Zusammenhang mit Tauschangeboten ist zu beachten, dass der Pflicht zur Sicherstellung der Finanzierung gem. § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG bei anzubietenden Tauschpapieren, die aus einer Kapitalerhöhung beim Bieter stammen, schon dann Genüge getan ist, wenn der entsprechende Erhöhungsbeschluss gefasst wurde. Er muss noch nicht unanfechtbar geworden sein, weil man angesichts der Geheimhaltungspflichten des Bieters im Vorfeld der Angebotsentscheidungsabgabe nach § 10 WpÜG[499] und der kurzen Frist bis zur Übermittlung der Angebotsunterlage an die BAFin

---

[497] OLG Frankfurt am Main ZIP 1994, 282.
[498] BGHZ 139, 225 = ZIP 1998, 1528 vorangegangen OLG Bremen AG 1997, 420.
[499] Die Geheimhaltung wäre nicht gewährleistet, wenn der Bieter schon vor dem Zeitpunkt des § 10 WpÜG mit einmonatiger Frist (§ 123 Abs. 1 AktG) eine Hauptversammlung mit dem Tagesordnungspunkt „Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts zum Zwecke des Erwerbs von Aktien der X-AG" einberufen müsste. Nach der Bekanntgabe der Entscheidung gem. § 10 WpÜG hat der Bieter zwar vier bis max. acht Wochen Zeit,

eine Finanzierung des Angebots durch eine Kapitalerhöhung nahezu unmöglich machen würde.[500] Gleichwohl sind Widersprüche zur Niederschrift und anhängige Anfechtungsklagen zu erwähnen[501] bzw. nach ihrer Erhebung im Wege der Aktualisierung bekannt zu machen.[502]

#### *c) „Beton und Monierbau"-Fall*

In seiner „*Beton und Monierbau (BuM)*"-Entscheidung hat der BGH eine zu positiv ausgestaltete Bilanz als fehlerhaft angesehen, weil diese einen falschen Gesamteindruck von der wirtschaftlichen Situation des Emittenten erweckte.[503] Zwar war im Einzelnen kein Verstoß gegen bilanzrechtliche Vorgaben gegeben, doch wurde bis an die Grenz des Zulässigen die Unternehmenslage durch bilanzielle Tricks, die auch für kundige Investoren nicht ohne weiteres zu durchschauen waren, aufpoliert. So wurden z.B. Verluste durch die Auflösung von Reserven ausgeglichen.[504]

### IV. Haftungsbegründende Kausalität

Die fehlerhafte Angebotsunterlage muss ursächlich für die vom Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft getroffene Desinvestitionsentscheidung geworden sein. Unter Zugrundelegung der tradierten deliktsrechtlichen Terminologie lässt sich insofern von der haftungsbegründendenden Kausalität sprechen.[505] Übertragen in den Zusammenhang der Angebotsunterlagenhaftung bedeutet dies, dass die Veröffentlichung der fehlerhaften Angebotsunterlage die schädigende Handlung darstellt, die zumindest mitursächlich für die Entscheidung zur Annahme des Angebots geworden sein muss. Der hierin liegende Eingriff in die Dispositionsfreiheit der Wertpapierinhaber korrespondiert mit der deliktsrechtlichen Rechtsgutsverletzung.

---

doch reicht diese nicht, um erstens die Hauptversammlung fristgemäß einzuberufen und zweitens die einmonatige Anfechtungsfrist des § 246 Abs. 1 AktG abzuwarten.

[500] Unentschieden *Vogel* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 13 Rn. 53f., der zwar auf Anfechtungsrisiken hinweist, aber deren Auswirkungen auf die Sicherstellung der Finanzierung nicht näher erörtert.

[501] Siehe oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(1)(v), S. 53ff.

[502] Zur Aktualisierungspflicht siehe oben 2. Teil C.III.1.e)cc), S. 160ff.

[503] BGH WM 1982, 862. Siehe hierzu auch *Assmann* in Assmann/Schütze KapAnlR § 7 Rn. 66; *Lenenbach* KapMR Rn. 8.90.

[504] *Lenenbach* KapMR Rn. 8.90.

[505] Vgl. auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 22.

## 1. Kausalitätsvermutung

Das Gesetz regelt das Merkmal der haftungsbegründenden Kausalität nur mittelbar in § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG: Danach besteht ein Haftungsanspruch in solchen Fällen nicht, in denen die Annahme des Angebots nicht auf Grund der Angebotsunterlage erfolgt ist. Die haftungsbegründende Kausalität wird vom Gesetz widerleglich vermutet; auf prozessualer Ebene führt § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG daher zu einer Beweislastumkehr zu Lasten des potenziellen Haftungsverpflichteten.[506]

### *a) Annahme des Angebots auf Grund der Angebotsunterlage*

Für die materiell-rechtliche Ebene ergibt sich aus § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG, dass die Annahme des Angebots auf Grund der Angebotsunterlage erfolgt sein muss. Die Norm hat ihr Vorbild in § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG. Während aber Verkaufsprospekte, bzw. Unternehmensberichte oder Börsenzulassungsprospekte aus rechtlicher Sicht niemals das eigentliche vertragliche Angebot beinhalten, ist die Angebotsunterlage stets zugleich auch Trägerin des bindenden Vertragsangebots.[507] Mit anderen Worten: Aus rechtlicher Sicht kann das Übernahme- oder Pflichtangebot nur auf Grund der Angebotsunterlage angenommen werden. Aktionäre der Zielgesellschaft, die mit dem Bieter Verträge außerhalb des Angebotsverfahrens individuell abschließen, kommen schon wegen § 12 Abs. 1 WpÜG nicht als potenzielle Anspruchsinhaber in Betracht, da sie nicht als Annehmende im Sinne dieser Vorschrift anzusehen sind.[508]

Die vertragsrechtliche Konstruktion des Zustandekommens eines Aktienerwerbsvertrags zwischen Bieter und Aktionär der Zielgesellschaft setzt aber abweichend von den allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Grundsätzen nicht zwingend voraus, dass dem annehmenden Aktionär die Angebotsunterlage tatsächlich bekannt ist. Denn der Zugang der Angebotsunterlage als bindendes Vertragsangebot liegt bereits in deren Veröffentlichung, mithin muss nicht jeder angesprochene Aktionär Kenntnis hiervon nehmen, um das Angebot anzunehmen.[509] Insofern

---

[506] Vgl. *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 11.
[507] Zur Vertragsangebotsfunktion der Angebotsunterlage siehe oben 1. Teil B.III.1, S. 28ff.
[508] Siehe oben 1. Teil C.II.1, S. 145.
[509] Zu Einzelheiten des Zugangs der Angebotsunterlage und des Vertragsschlusses siehe oben 1. Teil B.III.1.d), S. 35ff.

kann ein Angebot also auch nicht auf Grund der Angebotsunterlage angenommen worden sein.

Deutlicher wird das Erfordernis der Annahme auf Grund der Angebotsunterlage im Sinne des § 12 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG, wenn man sich die Multifunktionalität der Angebotsunterlage vergegenwärtigt.[510] Da es im Rahmen des § 12 WpÜG um die Haftung für fehlerhafte Angaben geht, muss für die haftungsbegründende Kausalität entscheidend sein, dass die Angebotsunterlage in ihrer Funktion als Erwerbs- und bei Tauschangeboten als Veräußerungsprospekt und nicht etwa in ihrer Funktion als bindendes Vertragsangebot entscheidend ist. Demzufolge kann es für die haftungsbegründende Kausalität nicht genügen, dass der Anspruchsinhaber (nur) die Vertragskonditionen kannte, bei denen es sich nämlich nicht um Angaben im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG handelt.[511] Vielmehr muss er Kenntnis auch von den Prospektangaben gehabt haben, wobei es nicht darauf ankommt, dass er die gesamte Angebotsunterlage oder gar die jeweils fehlerhafte Angabe gelesen hat. Darüber hinaus spielt es im Rahmen der Kausalität keine Rolle, ob der Anspruchsinhaber die Fehlerhaftigkeit der Angabe kannte: Hierbei handelt es sich um eine Frage des anspruchsausschließenden Mitverschuldens.[512]

### *b) Desinvestitionsstimmung*

Hat der Aktionär das Angebot im obigen Sinne nicht auf Grund der Angebotsunterlage angenommen (und kann dies der Haftungsverpflichtete beweisen bzw. ist dies im Prozess unstreitig), so stellt sich die Frage, ob dieser Umstand bereits zu einem Ausschluss eines Haftungsanspruchs aus § 12 WpÜG führen kann. Bevor die Parallelvorschrift des § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG am 01. April 1998 geschaffen wurde, kam die Rechtsprechung zu einer Umkehr der Beweislast im Rahmen der Kausalität durch das Konstrukt einer so genannten „Anlagestimmung“, die die Vermutung rechtfertigten sollte, der Anleger habe im Zuge einer vorherrschenden Stimmung am Kapitalmarkt und damit gewissermaßen mittelbar auf Grund des In-

[510] Zu den unterschiedlichen Funktionen der Angebotsunterlage siehe oben 1. Teil B.III, S. 27ff.
[511] Siehe oben 1. Teil B.III.2.d)aa), S. 46ff.
[512] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43. So auch *Assmann* AG 2002, 153, 159; *Hamann* ZIP 2001, 2249, 2257; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 25; anders offenbar *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 29ff.; im Einzelnen siehe dazu unten 1. Teil C.V.6.a), S. 178ff.

halts eines Börsenzulassungs- bzw. Verkaufsprospekts die in Frage stehenden Wertpapiere erworben.[513]

Überträgt man diesen Gedanken auf die Angebotsunterlagenhaftung aus § 12 WpÜG, so wird man die haftungsausfüllende Kausalität bejahen können, wenn der Anspruchsteller seine Wertpapiere der Zielgesellschaft im Zuge einer am Kapitalmarkt vorherrschenden positiven Desinvestitions- oder Veräußerungs-, bzw. Annahmestimmung veräußert hat, selbst, wenn er zu diesem Zeitpunkt den Inhalt der Angebotsunterlage in ihrer Erwerbsprospektfunktion nicht kannte.[514] Die positive Desinvestitionsstimmung ist immer dann gegeben, wenn dem Übernahmeangebot des Bieters am Markt im Allgemeinen gute Chancen eingeräumt werden, weil dessen Annahme als attraktiv für die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft gewertet wird. Hierbei können in erster Linie Analysteneinschätzungen herangezogen werden sowie eine etwaige Beurteilung des Angebots durch die Fach- und Wirtschaftspresse. Ähnliches gilt für Pflichtangebote, wobei es bei diesen nicht darauf ankommt, wie dessen Erfolgschancen bewertet werden, da in den zugrunde liegenden Konstellationen der Bieter die Zielgesellschaft bereits übernommen haben wird oder zumindest unmittelbar oder mittelbar einen erheblichen unternehmerischen Einfluss ausüben kann.

### 2. Widerlegung der Vermutung

Wie sich aus der Zweigliedrigkeit der haftungsbegründenden Kausalität ergibt, muss ein potenzieller Haftungsverpflichteter sowohl nachweisen, dass der Anspruchsteller die Angebotsunterlage nicht kannte als auch, dass keine Desinvestitionsstimmung am Kapitalmarkt herrschte, wenn die Vermutung entkräftet werden soll.[515]

## V. Verschulden

Eine Haftung nach § 12 WpÜG setzt Verschulden des Haftungsverpflichteten voraus.[516] Dieses Erfordernis ergibt sich mittelbar aus § 12 Abs. 2 WpÜG, wo das Vorliegen eines Ver-

---

[513] Vgl. *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 86; BGH WM 1982, 867f.; BGH AG 1998, 520, 522; OLG Frankfurt am Main WM 1994, 291, 298; WM 1996, 1216, 1219; ZIP 1999, 1005, 1007.
[514] So auch *Hamann* ZIP 2001, 2249, 2257.
[515] Vgl. *Hamann* ZIP 2001, 2249, 2257.
[516] *Assmann* AG 2002, 153, 159; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 23.

schuldens zu Gunsten der Anspruchsteller (widerleglich) vermutet wird.[517] Damit wird auch im Rahmen der Angebotsunterlagenhaftung grundsätzlich an das dem gesamten deutschen Vertrags- und Deliktsrecht zugrunde liegende Verschuldensprinzip für eine zivilrechtliche Haftung angeknüpft.

## 1. Kenntnis und grobe fahrlässige Unkenntnis

Im Umkehrschluss aus § 12 Abs. 2 WpÜG haftet nur derjenige, der die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angebotsunterlage gekannt oder grob fahrlässig nicht gekannt hat. Während die positive Kenntnis der Fehlerhaftigkeit grundsätzlich nur deren tatsächliche Feststellung erfordert, erfolgt die Beurteilung grob fahrlässiger Unkenntnis auf normativem Wege.

### *a) Kritik*

Die Begrenzung des Verschuldensmaßstab auf positive Kenntnis und grob fahrlässige Unkenntnis ist seit jeher Kritikpunkt der Literatur zur speziellen Prospekthaftung und damit vor allem zu der entsprechenden Regelung des § 45 Abs. 1 BörsG gewesen.[518] Diese Kritik ist auf die Regelung in § 12 Abs. 2 WpÜG übertragen worden.[519] Es darf aber nicht übersehen werden, dass der dem Gesetzeswortlaut nach eingeschränkte Umfang des Verschuldens durch hohe Anforderungen an die für die einzelnen Haftungsverpflichteten einzuhaltenden Sorgfaltspflichten relativiert wird. Hinzu kommt, dass ein zu hohes Haftungsrisiko die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts für Emittenten und im Zusammenhang mit § 12 WpÜG auch für Bieter mindern könnte.[520]

Im Übrigen ist festzuhalten, dass der Gesetzgeber bei der Schaffung des § 12 Abs. 2 WpÜG ebenso wie bei der Novellierung der Börsenprospekthaftung zum 01. April 1998 in Kenntnis dieser Kritik dennoch den Verschuldensmaßstab beibehalten hat. Darüber hinaus wurde eine

---

[517] *Assmann* AG 2002, 153, 159.
[518] Vgl. etwa *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 a.F. Rn. 13; *Grundmann/Selher* WM 1996, 985, 986ff. Den Haftungsmaßstab des § 45 Abs. 1 BörsG halten demgegenüber *Groß* AG 1999, 199, 204ff. und *Kort* AG 1999, 9, 19ff. für richtig.
[519] *Hopt* 2002, 333, 353.
[520] In diesem Sinne *Groß* AG 1999, 199, 204.

entsprechende Verschuldensregelung in die mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz zum 01. Juli 2002 neu geschaffenen Haftungstatbestände in §§ 37b, 37c WpHG wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung bzw. wegen Veröffentlichung unwahrer Ad-hoc-Mitteilungen integriert. Hieraus lässt sich ein eindeutiger rechtspolitischer Wille des Gesetzgebers entnehmen, vorerst an dem Verschuldensmaßstab festzuhalten.

### *b) Grundsätzliches*

Erfasst wird zunächst jede vorsätzliche Falschgestaltung der Angebotsunterlage, wobei es unerheblich ist, zu welchem Zweck falsche Angaben bewusst gemacht bzw. wesentliche Angaben weggelassen wurden. Da § 12 Abs. 2 WpÜG kein voluntatives Element enthält, ist ein Verschulden sogar schon dann zu bejahen, wenn die Fehlerhaftigkeit der Angabe bekannt war, eine Korrektur bzw. die Aufnahme der richtigen Angabe aber aus einem unverschuldeten Grund unterblieb. Für die Annahme positiver Kenntnis genügt darüber hinaus analog zu den zu § 819 BGB entwickelten Grundsätzen bereits ein bewusstes Sich-Verschließen vor der Unrichtigkeit einzelner Daten oder Bewertungen trotz bestehender erheblicher Zweifel an deren Richtigkeit.

Grobe Fahrlässigkeit ist demgegenüber allgemein dann gegeben, wenn die im Verkehr erforderliche Sorgfalt in besonders schwerem Maße außer Acht gelassen wurde und bereits einfachste oder naheliegendste Überlegungen nicht angestellt wurden.[521] Im Hinblick auf einen fehlerhaften Gesamteindruck genügt es, wenn es sich dem Haftungsverpflichteten geradezu aufdrängen muss, dass die Angebotsunterlage die angesprochenen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft zu falschen Schlüssen verleiten kann.[522]

---

[521] So schon BGHZ 10, 14, 16; BGHZ 89, 153, 161; *Assmann* AG 2002, 153, 158 (dort Fn. 51); *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 23; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 27; *Vaupel* WM 2002, 1170, 1175; vgl. auch *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 58; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 95.

[522] Vgl. *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 27. Ähnlich schon OLG Frankfurt am Main WM 1994, 291, 297.

## 2. Abstrakt-individueller Verschuldensmaßstab

Der für ein Verschulden anzulegende Sorgfaltsmaßstab ist individuell bezogen auf die jeweils in Rede stehende Kategorie der Haftungsverpflichteten gesondert zu bestimmen.[523] Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass je nach der Art der Beteiligung an dem Übernahme- oder Pflichtangebot bzw. der Erstellung der Angebotsunterlage unterschiedliche Möglichkeiten der einzelnen Personengruppen hinsichtlich der für ein Verschulden maßgeblichen möglichen Kenntnisnahme einer Fehlerhaftigkeit der relevanten Daten bestehen.[524] Gleichzeitig können auf Grund besonderer beruflicher oder fachlicher Qualifikationen sowie auf Grund eines besonderen wirtschaftlichen Interesses an dem öffentlichen Angebot unterschiedliche Nachforschungs- oder Kontrollpflichten für unterschiedliche Gruppen der Haftungsverpflichteten bestehen.

Trotz der so verstandenen individuellen Bestimmung des Verschuldensmaßstabs ist die anzuwendende Sorgfalt des jeweiligen Haftungsverpflichteten bei der Ausgestaltung bzw. Überprüfung der Angebotsunterlage ein abstrakt-objektiver Maßstab anzulegen. Eine Beschränkung auf eine Haftung nur für die eigenübliche Sorgfalt wäre nicht gerechtfertigt.

§ 12 WpÜG enthält keine dem § 45 Abs. 2 BörsG in der Fassung bis zum 01. April 1998 entsprechende Vorschrift, wonach niemand der Börsenprospekthaftung mit dem Hinweis, die fehlerhaften Angaben stammten von einem Dritten, entgehen konnte. Grundsätzlich ist dieser Einwand daher möglich. Seine Bedeutung vermindert sich allerdings aus zwei Gründen: Zum einen kann die ungeprüfte Übernahme von Angaben Dritter den Vorwurf der grob fahrlässigen Unkenntnis begründen. Zum anderen kann eine eventuelle Kenntnis oder grob fahrlässige Unkenntnis Dritter dem jeweiligen Haftungsverpflichteten zuzurechnen sein.

## 3. Zurechnung der Kenntnis Dritter

Sofern sich ein potenzieller Haftungsverpflichteter bei der Erstellung der Angebotsunterlage der Hilfe Dritter bedient, stellt sich die Frage, wie deren eventuelle positive Kenntnis der Fehlerhaftigkeit zuzurechnen ist. Da es sich insoweit um eine Wissenszurechnung handelt,

---

[523] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 24.
[524] Vgl. auch *Assmann* AG 2002, 153, 159.

gelangt der in § 166 Abs. 1 BGB verankerte Rechtsgrundsatz[525] zum Zuge, wonach als so genannter Wissensvertreter jeder anzusehen ist, der als Repräsentant des Geschäftsherrn dazu berufen ist, im Rechtsverkehr bestimmte Aufgaben in eigener Verantwortung zu übernehmen und zu erledigen und die dabei anfallenden Informationen zur Kenntnis zu nehmen und ggf. weiterzuleiten.[526] Dabei kommt es weder auf eine rechtsgeschäftliche Vertretungsmacht noch auf eine sonstige Form der Bestellung zum Wissensvertreter an. Eine rein interne Beratung des Geschäftsherrn genügt indessen zur Wissenszurechnung nicht.[527]

Nach den vorgenannten Grundsätzen kommt daher eine Wissenszurechnung vor allem innerhalb der Organisationsstruktur des Haftungsverpflichteten in Betracht. So ist etwa die mögliche Kenntnis jedes Angestellten zuzurechnen, der in die Aufgabe der Erstellung der Angebotsunterlage in leitender Funktion eingebunden war. Handelt es sich bei dem Haftungsverpflichteten um eine juristische Person oder eine sonstige Personengesamtheit, so ist das Wissen jedes einzelnen Organs im Wege der Wissenszusammenrechnung auch dem Rechtsträger zuzurechnen, wobei die konkrete Rechtsform unerheblich ist.[528] Dies gilt auch für Organe, die zum Zeitpunkt der Erstellung der Angebotsunterlage bereits aus dem Verband ausgeschieden sind.

Anderes dürfte allerdings für externe Berater gelten, die der Haftungsverpflichtete zur Ermittlung einzelner Daten für einzelne Angaben herangezogen hat. Hier kommt eine Wissenszurechnung analog § 166 Abs. 1 BGB nur dann in Betracht, wenn diese auch nach außen hin als Repräsentant des Haftungsverpflichteten in Erscheinung getreten sind. In solchen Fällen kommen die Berater zusätzlich selbst als Haftungsverpflichtete in Betracht. Fehlt es demgegenüber an einer Wissenszurechnung, so kann den Haftungsverpflichteten dennoch der Vorwurf der grob fahrlässigen Unkenntnis treffen, da er vor allem im Verhältnis zu externen Beratern erhöhten Nachforschungs- und Kontrollpflichten unterliegt. Dies folgt aus dem Gedanken, dass sich niemand einer Haftung nach § 12 WpÜG durch bloßes Delegieren der Angebotsunterlagenerstellung an Dritte entziehen können soll.

---

[525] Grundlegend BGHZ 83, 296; weiterführend *Faßbender/Neuhaus* WM 2002, 1253.
[526] BGHZ 117, 106; *Heinrichs* in Palandt BGB § 166 Rn. 6.
[527] BGH WM 2000, 2515; BGHZ 117, 106, 107; *Heinrichs* in Palandt BGB § 166 Rn. 7.
[528] Vgl. *Heinrichs* in Palandt BGB § 166 Rn. 8.

## 4. Zurechnung der grob fahrlässigen Unkenntnis Dritter

Anders als im Rahmen der Zurechnung positiver Kenntnis geht es bei der Zurechnung grob fahrlässiger Unkenntnis nicht um eine Wissenszurechnung, sondern um die Zurechnung eines vorwerfbaren Verhaltens. Auf der Zurechnungsebene muss sich der schon angesprochene Unterschied zwischen der faktischen Kenntnis und der normativen grob fahrlässigen Unkenntnis widerspiegeln. Eine Zurechnung analog § 166 Abs. 1 BGB kommt daher nicht in Betracht.

Vorwerfbares Verhalten wie Sorgfaltspflichtverletzungen werden nach allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Grundsätzen entweder gem. § 278 BGB oder gem. § 831 Abs. 1 Satz 1 BGB zugerechnet. Da die Norm des § 12 WpÜG weder eindeutig dem Deliktsrecht noch dem Vertragsrecht zugeordnet werden kann,[529] hilft die Rechtsnatur des Anspruchs bei der Bestimmung der richtigen Zurechnungsvorschrift zwar nicht weiter, steht aber einer bestimmten Zuordnung nicht im Wege. Gegen die Anwendung des § 831 Abs. 1 Satz 1 BGB spricht neben der schon immer als unbefriedigend empfundenen weitgehenden Exkulpationsmöglichkeit aus dessen Abs. 1 Satz 2 noch folgende Erwägung: § 831 Abs. 1 Satz 1 BGB verschafft dem deliktisch Geschädigten einen zusätzlichen Anspruch gegen den Geschäftsherrn, der neben einen Anspruch gegen dessen Verrichtungsgehilfen tritt. Diese Anspruchsverdoppelung vermag die recht weitgehende Exkulpationsmöglichkeit zu rechtfertigen, welche letztlich zu einer Haftung des Geschäftsherrn auf Grund eigenen (Auswahl-)Verschuldens führt. Im Rahmen des § 12 WpÜG käme es demgegenüber nie zu einer Anspruchsverdoppelung, da wegen des eingeschränkten persönlichen Adressatenkreises der Haftungsverpflichteten ein Verrichtungsgehilfe niemals selbst aus § 12 WpÜG als Verantwortlicher oder Veranlassender der Angebotsunterlage haftbar gemacht werden kann.

Demzufolge erscheint es nach Sinn und Zweck der Haftungsnorm gerechtfertigt, die Zurechnung grob fahrlässigen Verhaltens Dritter bei der Erstellung der Angebotsunterlage nach § 278 BGB vorzunehmen. Der Haftungsverpflichtete haftet daher für jede Sorgfaltspflichtverletzung, die den Vorwurf der groben Fahrlässigkeit begründet und die von einem Dritten begangen wurde, dessen Hilfe er sich bei der Erfüllung seiner gesetzlichen Pflichten zur

[529] Zur dogmatischen Einordnung des § 12 WpÜG siehe oben 1. Teil A.IV, S. 110ff.

Erstellung einer fehlerfreien und sachlich richtigen und vollständigen Angebotsunterlage bedient.

## 5. Verschuldensmaßstäbe einzelner Gruppen von Haftungsverpflichteten

Auf Grund des oben schon allgemein dargestellten abstrakt-individuellen Verschuldensmaßstab einzelner Gruppen Haftungsverpflichteter sind bei der Bestimmung der anzuwendenden Sorgfalt differenzierte Anforderungen zu stellen.

### *a) Bieter*

Auf Grund seiner exponierten Rolle bei öffentlichen Angeboten gelten für den Bieter die schärfsten Sorgfaltsanforderungen. Grundsätzlich hat er sämtliche Angaben in der Angebotsunterlage einer gewissenhaften Prüfung zu unterziehen und ggf. von Dritten beigesteuerte Angaben auf ihre Richtigkeit hin zu überprüfen. Diese Nachforschungs- und Kontrollpflicht ist mehr als eine reine Plausibilitätskontrolle des Inhalts der Angebotsunterlage.[530] Je mehr Zweifel sich dem Bieter hinsichtlich einer bestimmten Angabe aufdrängen müssen, desto umfassender ist seine Nachforschungspflicht. Dies kann dazu führen, dass bspw. bei Bewertungsangaben ein Zweitgutachten eingeholt werden muss, wenn die erfolgte Bewertung mit hoher Wahrscheinlichkeit auf falschen Daten beruht bzw. erkennbar unzuverlässige Bewertungsmethoden angewandt worden sind.

Soweit es sich um Angaben handelt, deren Ermittlung ohnehin in die Sphäre des Bieters fällt, wie etwa Angaben zu bestehenden direkten oder indirekten Beteiligungen an der Zielgesellschaft, Angaben zur eigenen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie Angaben zu den Absichten im Falle des Erfolgs des Angebots, so trifft den Bieter ein besonders hoher Sorgfaltsmaßstab. Denn hier ist es ihm (und nur ihm) ohne weiteres möglich und zumutbar, Fehler zu vermeiden.

Anderes gilt wiederum im Hinblick auf Angaben, die die Zielgesellschaft betreffen. Aus rechtlicher Sicht hat der Bieter zu insoweit relevanten Informationen regelmäßig keinen

[530] Vgl. auch *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 94 m.w.N.

besseren Zugang als sonstige Dritte und insbesondere die Anspruchsteller, also die Aktionäre der Zielgesellschaft selbst. Kommt es allerdings im Vorfeld eines Übernahmeangebots zur Durchführung einer *due diligence*, so ist dem Bieter zumutbar, von sämtlichen von der Zielgesellschaft in diesem Rahmen zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen Kenntnis zu nehmen. Übersieht er hierbei Wesentliches und führt dies zur Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage, so kann grobe Fahrlässigkeit bejaht werden. Denn die Durchführung der *due diligence* dient allein dem Zweck, die Zielgesellschaft genau beurteilen zu können. Bei Pflichtangeboten ergibt sich schon aus dem Umstand, dass der Bieter zwingend in einer erheblichen Höhe an der Zielgesellschaft beteiligt ist (mind. 30 Prozent der Stimmrechte), eine umfassende faktisch bestehende Möglichkeit, die notwendigen Daten über die Zielgesellschaft sammeln zu können.

#### *b) Bieterkonsortien*

Besonderheiten ergeben sich dann, wenn das öffentliche Angebot von einem Bieterkonsortium durchgeführt wird. Da grundsätzlich jeder der Konsorten auch als Bieter anzusehen ist, gelten zunächst die vorhergehenden Ausführungen entsprechend. Von Mitbietern gemachte Angaben sind wie Angaben Dritter zu behandeln, so dass jeden Konsorten eine Kontrollpflicht hinsichtlich der zur Verfügung gestellten Daten trifft. Auch hier genügt eine reine Plausibilitätskontrolle nicht: Die von Mitbietern beigefügten Angaben müssen schlüssig sein und bei leichtesten Zweifeln umfassend überprüft werden.[531] Soweit bestimmte Angaben ausschließlich in den Bereich eines Bieters fallen, sind die Nachforschungsmöglichkeiten allerdings begrenzt, was bei der Vorwerfbarkeit der Unkenntnis zu berücksichtigen ist.

#### *c) Banken*

Sofern Banken als Haftungsverpflichtete in Betracht kommen – was vor allem bei Tauschangeboten der Fall sein kann –,[532] müssen sie die bankübliche Sorgfalt bei der Mitarbeit an der Erstellung der Angebotsunterlage walten lassen.[533] Dieser strengere Sorgfaltsmaßstab kann an

---

[531] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 24; ähnlich *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 94.
[532] Siehe dazu oben 1. Teil C.I.1.e)dd), S. 132 sowie 1. Teil C.I.2.c)ee), S. 144.
[533] Zu Fragen der Wissenszurechnung bei Kreditinstituten siehe ausführlich *Hellmann/Thomas* WM 2002, 1665.

das Verhalten von Banken auf Grund ihrer besonderen fachlichen Qualifikation im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften angelegt werden. Daher darf es nicht genügen, sich auf noch nicht von Dritten geprüfte Angaben zu beschränken.[534] Etwas anderes kann allerdings für solche Angaben angenommen werden, die von sachverständigen Dritten wie bspw. Wirtschaftsprüfern oder Steuerfachleuten ermittelt worden sind, wenn keine Anhaltspunkte für deren Fehlerhaftigkeit gegeben sind.[535] Soweit der Bieter als Gegenleistung eigene, bereits zum Börsenhandel zugelassene Aktien zum Tausch anbietet und die Bank in diesem Rahmen bei der Erstellung der Angebotsunterlage mitwirkt, darf sie sich auf die Richtigkeit des ursprünglichen Börsenzulassungsprospekts sowie der zwischenzeitlich vom Bieter vorgenommenen Pflichtveröffentlichungen verlassen.[536]

### 6. Anspruchsausschließendes Mitverschulden

§ 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG enthält eine spezielle Regelung zum anspruchsausschließenden Mitverschulden.[537] Nur, wenn die Voraussetzungen dieser Norm – ggf. i.V.m. § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG – erfüllt sind, entfällt ein Schadensersatzanspruch der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Für eine Anwendung der allgemeineren Vorschrift des § 254 BGB bleibt nach dem eindeutigen gesetzgeberischen Willen kein Raum.[538]

Anders als nach § 254 BGB erlaubt § 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG keine irgendwie geartete Haftungsquotelung nach Verschuldensanteilen. Die Vorschrift ähnelt daher mehr solchen Normen wie §§ 122 Abs. 2, 179 Abs. 3 Satz 1 BGB. Die damit einhergehende Unflexibilität kann aber hingenommen werden, zumal anders als bei den genannten allgemeinen zivilrechtlichen Vorschriften nicht schon ein Kennenmüssen des Anspruchstellers zum Verlust des Haftungsanspruchs genügt.

---

[534] So aber *Vaupel* WM 2002, 1170, 1176.
[535] Vgl. BGHZ 93, 264, 266; *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 93.
[536] Vgl. *Vaupel* WM 2002, 1170, 1176.
[537] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 25; anders (fehlende Kausalität): *Mühle* WpÜG, S. 234; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 31.
[538] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 25; im Ergebnis auch *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 31. Vgl. auch *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 59; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG n.F. Rn. 42; siehe aber zur Schadensminderungspflicht unten 2. Teil C.VI.4.c)dd), S. 204ff.

### a) Kenntnis der Fehlerhaftigkeit

Der Anspruch aus § 12 Abs. 1 WpÜG geht vielmehr nur dann unter, wenn der Anspruchsteller die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angebotsunterlage positiv kennt.

### b) Zeitpunkt der Abgabe der Annahmeerklärung

§ 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG stellt klar, dass die Kenntnis spätestens bei Abgabe der Annahmeerklärung vorgelegen haben muss. Der Vertrag mit dem Bieter darf also noch nicht geschlossen worden sein, da dies den Zugang der Angebotsannahme bei der dafür benannten Stelle voraussetzt. Die Darlegungs- und Beweislast für die positive Kenntnis liegt nach allgemeinen Grundsätzen beim Haftungsverpflichteten, weil sie zum Haftungsausschluss führt und damit eine diesem günstige Tatsache darstellt.

### c) Zurechnung der Kenntnis Dritter

Fraglich ist, ob sich der Anspruchsteller auch das Wissen Dritter zurechnen lassen muss, die auf seiner Seite mit der Transaktion betraut sind. In erster Linie kommt hierbei die depotführende Bank in Betracht, die regelmäßig für den Aktionär der Zielgesellschaft die Angebotsannahme abwickeln wird. Ein Zurechnung käme auf Grund von § 166 Abs. 1 BGB in Betracht.[539] Dies würde allerdings voraussetzen, dass die depotführende Bank im Rahmen einer rechtsgeschäftlichen Stellvertretung für den annehmenden Aktionär der Zielgesellschaft handelt. Lässt sich ein solches Rechtsverhältnis ausnahmsweise feststellen, so muss sich der annehmende Wertpapierinhaber deren Kenntnis zurechnen lassen und seinen Schaden ggf. im Innenverhältnis liquidieren.

Regelmäßig wird die depotführende Bank aber nur als Erklärungsbote die Annahmeerklärung weiterleiten und den Buchungsvorgang gewissermaßen als Zahlstelle übernehmen. Angesichts dieser eher neutralen Funktion der depotführenden Bank im Rahmen der Transaktion wird man auch keine analoge Anwendung des § 166 Abs. 1 BGB auf Grund einer mit der rechtsgeschäftlichen Vertretung vergleichbaren Interessenlage begründen können.

---

[539] Vgl. etwa *Heinrichs* in Palandt BGB § 166 Rn. 9. Zur Anwendbarkeit des § 166 BGB im Rahmen der Zurechnung positiver Kenntnis bei § 819 Abs. 1 BGB vgl. BGHZ 83, 296.

Handelt es sich bei dem annehmenden Aktionär der Zielgesellschaft um eine juristische Person, so gelten hinsichtlich der Kenntnis die allgemeinen Grundsätze zur Zurechnung von Wissen innerhalb von juristischen Personen.[540]

### *d) Unwiderlegliche Vermutung der Kenntnis nach öffentlicher Berichtigung*

Da den Haftungsverpflichteten der Nachweis der positiven Kenntnis der Anspruchsberechtigten von der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage selten möglich sein wird, bietet § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG die Möglichkeit, Schadensersatzansprüche durch öffentliche, deutlich gestaltete Berichtigungen auszuschließen. Nach der Gesetzesbegründung kann bei erfolgter Berichtigung von einer Kenntnis „des Erwerbers" ausgegangen werden.[541] Rechtstechnisch wird daher die Kenntnis unwiderleglich vermutet. Es geht allerdings nicht um die Kenntnis des Erwerbers, sondern des Veräußerers der Wertpapiere der Zielgesellschaft: Nur bei der Annahme eines öffentlichen Tauschangebots sind die annehmenden Wertpapierinhaber zugleich auch Erwerber von Wertpapieren.

Die Berichtigung kann dabei in den Bahnen des § 15 Abs. 3 WpHG wie bei einer Ad-hoc-Meldung erfolgen. Diese Regelung ist verfehlt, weil der Veröffentlichungsweg nach § 15 Abs. 3 WpHG nicht mit dem Veröffentlichungsweg der Angebotsunterlage gem. § 14 Abs. 3 WpÜG identisch ist.[542] Nach der wertpapierhandelsrechtlichen Regelung genügt nämlich die Einspeisung der Berichtigung in elektronisches Informationsverbreitungssystem, das bei Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen weit verbreitet ist, während § 14 Abs. 3 WpÜG die Veröffentlichung im Internet und in einem überregionalen Börsenpflichtblatt voraussetzt. Letztere Verbreitungsform sieht zwar auch § 15 Abs. 3 WpHG vor, sie ist dort aber nicht zwingend.

Es ist aber nicht gerechtfertigt, die Kenntnis der Aktionäre der Zielgesellschaft von der Berichtigung zu vermuten, wenn diese nur in einem elektronischen Informationsverbreitungssystem bei Banken und Versicherungen bekannt gemacht wird. Es spricht Vieles dafür – vor allem wegen der schon angesprochen Verwendung des Begriffs des „Erwerbers" –, dass der

---

[540] Ausführlich *Faßbender/Neuhaus* WM 2002, 1253. Siehe dazu bei derselben Frage auf Seiten der Haftungsverpflichteten oben 2. Teil C.V.3, S. 172ff.
[541] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43.
[542] Kritisch auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 17.

Gesetzgeber den Verweis auf § 15 WpHG unbedacht in das Gesetz aufgenommen hat. Auch aus systematischen Gründen ist es nicht ersichtlich, warum die anspruchsausschließende Berichtigung in anderen Bahnen verlaufen soll als die Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Will man die Kenntnisvermutung an die Veröffentlichung der Berichtigung knüpfen, so muss man aber berücksichtigen, dass mit einer Kenntnis hiervon nur dann zu rechnen ist, wenn diejenigen, zu dessen Nachteil die Vermutung gereicht, damit rechnen konnten, die Berichtigung auch in Erfahrung zu bringen. Dies wiederum setzt aber voraus, dass die angesprochenen Aktionäre die Berichtigung in dem Veröffentlichungsmedium finden können, zu dem sie ungehinderten Zugang haben und in dem sie auch die ursprünglichen Angebotsbedingungen einsehen konnten. Dies sieht auch der Gesetzgeber so, wenn auch in Zusammenhang mit der Frage der deutlichen Gestaltung: Die Berichtigung muss danach nämlich in einer Form erfolgen, die es den Adressaten (!) ermöglicht, ohne aufwändige Nachforschung davon Kenntnis zu nehmen, dass die Berichtigung von der Angebotsunterlage abweichende Angaben enthält.[543]

Man wird daher stets verlangen müssen, dass die Berichtigung denselben Weg nimmt wie die Veröffentlichung der Angebotsunterlage.[544] Gem. § 14 Abs. 3 WpÜG muss diese also in einem überregionalen Börsenpflicht und im Internet bekannt gemacht werden. In allen Fällen kann die Berichtigung nach dem Wortlaut der Vorschrift ihre anspruchsausschließende Wirkung nur gegenüber solchen Aktionären der Zielgesellschaft entfalten, die das Angebot nach dem Veröffentlichungszeitpunkt angenommen haben.[545] Hierbei kommt es wie bei der positiven Kenntnis gem. § 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG auf die Abgabe und nicht auf den Zugang der Annahmeerklärung an.

## VI. Schaden

Nach dem Gesetzeswortlaut soll den Wertpapierinhabern der ihnen aus der Annahme des Angebots entstandene Schaden ersetzt werden. Tatbestandliche Voraussetzung eines Anspruchs

---

[543] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43.
[544] Vorsichtig in diesem Sinne („sollte"): *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 17.
[545] Nach Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43 sollen bereits entstandene Ansprüche nicht berührt werden, was aber voraussetzt, dass noch während der Annahmefrist ein Schaden entsteht. Dies ist aber unwahrscheinlich, da sich der Kurs der Aktien der Zielgesellschaft und ggf. zum Tausch angebotener Wertpapiere während der Angebotsphase kaum verändern wird, wenn nicht bspw. der Bieter die Gegenleistung erhöht. Zum Schaden siehe gleich 2. Teil C.VI, S. 180ff.

aus § 12 WpÜG ist daher das Entstehen eines Schadens auf Seiten des annehmenden Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft. Gleichzeitig werden durch das Tatbestandsmerkmal des Schadens der Umfang des Haftungsanspruchs und damit die Rechtsfolge der Anspruchsnorm festgelegt.

### 1. Ansprüche auf (vorbeugende) Unterlassung?

Bevor im Einzelnen die Feststellung und der Umfang ersatzfähiger Schäden geprüft werden, soll geklärt werden, ob § 12 WpÜG auch Grundlage eines vorbeugenden Unterlassungsanspruchs sein kann. So wäre es denkbar, dass ein Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft von dem Bieter verlangt, sein Angebot zurückzunehmen, weil die Angebotsunterlage fehlerhaft ist und er bei der Annahme des Angebots einen Schaden erleiden würde. Dogmatisch ließe sich ein entsprechender quasinegatorischer Unterlassungsanspruch auf eine Analogie zu § 1004 BGB i.V.m. § 12 Abs. 1 WpÜG stützen.

Gegen eine solche Auslegung des § 12 Abs. 1 WpÜG spricht zunächst der Umstand, dass diese Norm einen Vermögensschutz bewirkt, aber kein dem in § 1004 BGB geschützten Eigentum vergleichbares absolutes Recht schützt.[546] Dies ist aber Voraussetzung für eine entsprechende Anwendung von § 1004 BGB. [547] Darüber hinaus würde dem einzelnen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft durch die Einräumung eines Unterlassungsanspruchs eine (zu) weit reichende Rechtsmacht eingeräumt: Mit einer erfolgreichen Unterlassungsklage würde er nicht nur die Rücknahme des Angebots sich selbst gegenüber, sondern auch gegenüber sämtlichen anderen Wertpapierinhabern erreichen. Dies dürfte allenfalls dann zu rechtfertigen sein, wenn die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft oder zumindest deren Mehrheit gemeinschaftlich auf diesem Wege gegen den Bieter vorgehen könnten. Die darin liegende kollektive faktische Entscheidungsmöglichkeit der Mehrheit der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft hat der Gesetzgeber aber gerade nicht gewollt, wie sich dadurch zeigt, dass z.B. ein zustimmender Hauptversammlungsbeschluss gerade nicht Voraussetzung einer erfolgreichen Übernahme sein sollte.[548] Zuletzt würde eine gerichtliche

[546] Siehe zu der ähnlichen Fragestellung bei konkurrierenden Ansprüchen aus § 823 Abs. 1 BGB unten 3. Teil E.I, S. 264.
[547] Vgl. etwa *Bassenge* in Palandt BGB § 1004 Rn. 2.
[548] Eine entsprechende Regelung wurde im Gesetzgebungsverfahren diskutiert, hat aber keinen Eingang in das Gesetz gefunden.

Unterlassungsverfügung den Bieter in einen schwer wiegenden rechtlichen Konflikt bringen: Schließlich ist die zivilrechtliche Ebene eines Übernahme- oder Pflichtangebotsverfahrens vom Gesetzgeber bewusst so ausgestaltet worden, dass sich der Bieter nicht mehr einseitig von seinem Angebot lösen kann.[549] All diese Gründe sprechen gegen eine analoge Anwendung von § 1004 BGB i.V.m. § 12 Abs. 1 WpÜG.

## 2. Feststellung des relevanten Schadens

Nicht jeder den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft im Zuge der Finanztransaktion entstandene Schaden kann ersatzfähig sein: Wie noch zu zeigen sein wird, bedarf es wegen der Besonderheiten von Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren eines Korrektivs, das mit der aus der überkommenen deliktsrechtlichen bekannten haftungsausfüllenden Kausalität vergleichbar ist.[550]

### *a) Das Eingehen einer ungewollten Verpflichtung als Schaden*

Aus der Gesetzesbegründung ergibt sich, dass der Anspruchsberechtigte so zu stellen ist, wie er stünde, wenn er die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage gekannt hätte.[551] Hieraus könnte gefolgert werden, dass bereits die Angebotsannahme einen Schaden darstellt, wenn sie in der konkreten Form bei Kenntnis der wahren Sachlage nicht erfolgt wäre. In der Tat wird bei der rechtlich vergleichbaren Frage nach der Haftung des Vorstands eines Emittenten für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen[552] gem. § 826 BGB i.V.m. § 15 WpHG ein Schaden schon dann angenommen, wenn die schädigende Handlung zur Eingehung einer ansonsten nicht gewollten Verpflichtung geführt hat.[553] Unerheblich sei demgegenüber, ob sich die Eingehung der Verpflichtung nachteilig auf das Vermögen des Geschädigten ausgewirkt habe.[554] Dies ergebe

[549] Siehe zu der vom WpÜG bewirkten rechtlichen Angebotsbindung schon oben 1. Teil B.III.1.c), S. 30ff.
[550] Dazu unten 2. Teil C.VI.3, S. 186ff.
[551] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43.
[552] Seit Inkrafttreten des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes (BGBl. I, S. 2010) zum 01. Juli 2002 sind solche Ansprüche in §§ 37b, 37c WpHG spezialgesetzlich geregelt.
[553] So *Rieckers* BB 2002, 1213, 1217.
[554] *Rieckers* BB 2002, 1213, 1217. Ebenso für das allgemeine Schadensrecht etwa *Grigoleit* NJW 1999, 900.

sich aus dem Grundsatz der Naturalrestitution gem. §§ 249ff. BGB, der schon den Aktienkauf auf Grund einer fehlerhaften Ad-hoc-Meldung als Schaden charakterisiere.[555]

Diese Auffassung hätte im Rahmen von § 12 WpÜG zur Folge, dass jede fehlerhafte Angabe zu einem Anspruch des annehmenden Wertpapierinhabers führt: Dieser könnte damit das Fehlverhalten der potenziellen Haftungsverpflichteten sanktionieren, ohne dass er durch dieses Fehlverhalten eine Vermögenseinbuße erlitten hätte.[556] Dabei hätte es der Anspruchsberechtigte sogar in der Hand, zu welchem Zeitpunkt er seinen Anspruch geltend macht, solange er nur nicht die Verjährungsfrist verstreichen lässt. Denn die Berichtigungsmöglichkeit der Haftungsverpflichteten aus § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG verhindert Ansprüche nur dann, wenn sie vor der Angebotsannahme erfolgt.

Das Tatbestandsmerkmal „Schaden“ würde auf diese Weise überflüssig, weil die fehlerhafte Angabe an sich bereits die Möglichkeit einräumen würde, die getätigte Transaktion rückabzuwickeln. Dass dies nicht sein kann, zeigt der systematische Vergleich des § 12 Abs. 1 WpÜG mit den anderen spezialgesetzlichen Prospekthaftungsansprüchen aus §§ 44ff. BörsG, §§ 19, 20 KAGG und § 12 AuslInvG: In den genannten Vorschriften wird auf einen Schaden verzichtet und eine modifizierte Rückabwicklungsregelung getroffen. Ein Vermögensnachteil muss zur Begründung des Anspruchs grundsätzlich nicht eingetreten sein. Der Haftungsverpflichtete kann aber dem Anspruchsteller entgegen halten, dass der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben gemacht wurden, nicht zu einer Minderung des Börsenpreises beigetragen hat. Faktisch kommt es daher auch bei den anderen spezialgesetzlichen Prospekthaftungsansprüchen auf den Eintritt einer Vermögenseinbuße an, die in einer Minderung des Verkehrswerts der betreffenden Wertpapiere liegt. Die von § 12 WpÜG abweichende Regelungstechnik führt allerdings zu einer unterschiedlichen Verteilung der Darlegungs- und Beweislast.

Genau betrachtet ist der teilweise geforderte Verzicht auf jegliche Vermögensminderung Folge einer unzureichenden Differenzierung zwischen Tatbestand und Rechtsfolge. Insbesondere § 249 Satz 1 BGB enthält keine Regelung zu der Frage, wann ein Schaden vorliegt,

---

[555] In diesem Sinne auch *Grigoleit* NJW 1999, 900, 901.

[556] Eingrenzen ließe sich diese Form der Sanktionsgewalt nur durch eine restriktive Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Wesentlichkeit der fehlerhaften Angaben, vgl. dazu oben 2. Teil C.III.2, S. 161ff.

sondern die Norm setzt einen solchen voraus und legt den Grundsatz des Schadensausgleichs, mithin also die Rechtsfolge bzw. den Inhalt eines Schadensersatzanspruchs fest.[557] Die Annahme des Angebots führt darüber hinaus zu dem Erwerb der vom Bieter angebotenen Gegenleistung: Grundsätzlich erhält der annehmende Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft eine – durch die Angemessenheitsvorschriften bei Übernahme- und Pflichtangeboten gesicherte – wirtschaftlich äquivalente Kompensation, die die Entstehung eines Schadens ohne weiter hinzukommende Vermögenseinbußen ausschließt.[558] Allein der Umstand, dass die Transaktion auf Grund einer fehlerhaften Angebotsunterlage stattfand, vermag jedenfalls keinen haftungsrechtlich relevanten Makel begründen. Vielmehr muss der annehmende Wertpapierinhaber einen konkreten Vermögensnachteil erlitten haben, um Ansprüche aus § 12 Abs. 1 WpÜG geltend machen zu können.[559]

Demzufolge ist bei der Schadensermittlung ein Vergleich der Vermögenslage, wie sie sich nach der Annahme des Angebots ergibt, mit derjenigen hypothetischen Vermögenslage anzustellen, wie sie sich bei Nicht- oder Andersannahme des Angebots darstellen würde (Differenzhypothese). Der Wert der im Zuge der Transaktion durch den Wertpapierinhaber realisierten Gegenleistung ist in Bezug zu setzen zu dem Wert der hingegebenen Wertpapiere. Hierbei ist zu unterscheiden, ob es sich bei der erhaltenen Gegenleistung um Geld oder um sonstige Vermögensgegenstände wie bspw. liquide Aktien oder andere Wertpapiere handelt. Es ist daher bei der Schadensermittlung zwischen Kauf- bzw. Bar- und Tauschangeboten zu differenzieren.

#### *b) Öffentliche Kauf- bzw. Barangebote*

Soweit die vom Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft erhaltene Gegenleistung in Geld bestand, ist eine im Zuge der Hingabe der Wertpapiere eingetretene Vermögenseinbuße nur in Bezug auf die Wertpapiere der Zielgesellschaft denkbar.[560] Da die erhaltene Gegenleistung in Geld besteht, würde eine darauf bezogene Vermögenseinbuße nur auf Grund einer überdurchschnittlichen Geldentwertung in Betracht kommen. Die volkswirtschaftlichen Risiken einer Inflation trägt aber seit jeher jeder selbst.

---

[557] Vgl. *Heinrichs* in Palandt BGB Vorbem v § 249 Rn. 1.
[558] Vgl. zu diesem Gedanken schon BGH NJW 1978, 426.
[559] Im Ergebnis wie hier BGH NJW 1998, 302, 303ff.
[560] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 31.

Im Übrigen würde ein Vermögensschaden voraussetzen, dass die Wertpapiere der Zielgesellschaft, die an den Bieter veräußert wurden, in der Zwischenzeit eine erhebliche Wertsteigerung erfahren haben, so dass ihr Wert zum Zeitpunkt der Schadensermittlung den Wert der erhaltenen Bargegenleistung erheblich übersteigt. Grundsätzlich ist eine derartige Vermögenseinbuße durch die Wertpapierinhaber ohne weiteres denkbar und die Frage, inwieweit der Bieter für eine solche Wertsteigerung haftbar sein kann, eine Frage des zurechenbaren und damit ersatzfähigen Schadens, mithin eine Frage der Rechtsfolge.[561] Ein tatbestandlicher Vermögensschaden ist aber schon dann zu bejahen, wenn der Wert der Wertpapiere der Zielgesellschaft den Wert der Gegenleistung übersteigt. Nebensächlich ist in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Wertpapiere der Zielgesellschaft zum Zeitpunkt der Schadensermittlung noch börslich gehandelt werden oder nicht: So ist ein Vermögensnachteil bspw. auch dann zu bejahen, wenn der Bieter nach einer erfolgreichen Übernahme der Zielgesellschaft diese liquidiert und pro Aktie einen höheren Liquidationserlös ausschüttet als er ursprünglich pro Aktie im Rahmen seines Übernahmeangebots gezahlt hat.[562]

Kein Schaden kann den Wertpapierinhabern allerdings aus dem Umstand entstehen, dass der Bieter die in der Angebotsunterlage festgelegte Gegenleistung nicht oder nicht in voller Höhe erbracht hat:[563] Denn zum einen bleibt ihr Primärleistungsanspruch gegen den Bieter bestehen, so dass es insoweit an einer Vermögensminderung fehlt. Leistet der Bieter nicht, so ergeben sich die Rechtsfolgen hieraus aus dem allgemeinen Schuldrecht (Verzug), nicht aber aus § 12 WpÜG. Zum anderen wird dieser Primärleistungsanspruch durch einen Ersatzanspruch gegenüber dem bestätigenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 13 Abs. 2 WpÜG ergänzt, der in aller Regel durchsetzbar ist.[564] Zuletzt spricht gegen die Nichteinbeziehung der mangelhaften Erfüllung der Hauptleistungspflicht durch den Bieter noch der Umstand, dass die Festlegung der Gegenleistung zum Angebotsinhalt gehört und damit nicht zu den haftungsrelevanten Angaben nach § 12 WpÜG.[565]

---

[561] Dazu gleich, 2. Teil C.VI.4, S. 192ff.
[562] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 31, 34.
[563] So aber offenbar *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 27.
[564] Einzelheiten dazu unten 3. Teil D.III, S. 247ff.
[565] Siehe dazu oben 1. Teil B.III.2.d)aa), S. 46ff.

### *c) Öffentliche Tauschangebote*

Im Rahmen von öffentlichen Tauschangeboten kann ein Vermögensschaden auch dadurch entstehen, dass die erhaltene Gegenleistung gegenüber den hingegebenen Wertpapieren der Zielgesellschaft an Wert verliert. Dabei sei noch einmal darauf hingewiesen, dass bei öffentlichen Tauschangeboten prinzipiell jeder Vermögensgegenstand vom Bieter als Gegenleistung angeboten werden kann. Nur bei Übernahme- oder Pflichtangeboten muss er gem. § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG entweder eine Geldzahlung in Euro oder liquide Aktien, die an einem organisierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums gehandelt werden, anbieten; der Bieter kann aber auch beide Gegenleistungsarten kombinieren oder weitere anbieten (etwa sonstige Wertpapiere wie Optionsscheine). Wegen § 31 Abs. 3 WpÜG ist indes zwingend eine Geldleistung in Euro anzubieten, wenn der Bieter bis zu 3 Monate vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage mind. fünf bzw. während der Angebotsphase, aber außerhalb des öffentlichen Angebots, mind. ein Prozent der Aktien der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung erworben oder ein entsprechendes schuldrechtliches Grundgeschäft abgeschlossen hat.

Für die Schadensermittlung kommt es letztlich darauf an, ob sich das seinerzeit festgelegte Umtauschverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung zu Lasten des annehmenden Wertpapierinhabers verändert hat. Wurde bspw. im Rahmen eines Übernahmetauschangebots für eine Aktie der Zielgesellschaft eine Aktie des Bieters angeboten, so ist ein Vermögensschaden schon dann zu bejahen, wenn zum Zeitpunkt der Schadensermittlung der Wert einer Aktie des Bieters nicht mehr dem Wert einer Aktie der (früheren) Zielgesellschaft entspricht. Die Veränderung des Umtauschverhältnisses kann dabei durch einen Wertverlust der Bieterpapiere oder eine Wertsteigerung der Papiere der Zielgesellschaft, kumulativ durch Beides sowie durch verschieden starke Wertentwicklungen gleicher Tendenz entstanden sein.

## 3. Zurechenbarkeit des Schadens (haftungsausfüllende Kausalität)

Da es wie gezeigt im Anschluss an Angebotsverfahren in Abhängigkeit von der weiteren Wertentwicklung der beteiligten Wertpapiere sehr leicht zu einem Vermögensnachteil des annehmenden Wertpapierinhabers kommen kann, gleichzeitig aber den Haftungsverpflichteten nicht jedes Risiko einer zukünftige Vermögenseinbuße aufgebürdet werden kann, bedarf es des Korrektivs der haftungsausfüllenden Kausalität. Es ist danach zu fragen, ob der entstan-

dene Schaden dem jeweiligen Haftungsverpflichteten – und damit vor allem dem Bieter – zugerechnet werden kann.

### *a) Realisierung der Fehlerhaftigkeit*

Nach einer in der Literatur vertretenen Ansicht soll es für das Vorliegen der haftungsausfüllenden Kausalität allein darauf ankommen, ob der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft das Angebot bei Kenntnis der Fehlerhaftigkeit angenommen hätte oder nicht, nicht aber, ob sich die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage in irgendeiner Weise tatsächlich in dem Vermögensnachteil niedergeschlagen hat.[566] Ähnlich wie bei der Verkaufsprospekthaftung schütze § 12 WpÜG die Dispositionsfreiheit, so dass nicht zu verlangen sei, dass sich gerade solche Umstände auf die Wertentwicklung der Wertpapiere ausgewirkt hätten, auf Grund derer die Angebotsunterlage als unrichtig oder unvollständig anzusehen sei.[567] Es genüge, wenn die Fehlerhaftigkeit dazu objektiv geeignet sei, den Wert negativ zu beeinflussen.

Diese Auffassung stützt sich auf die BGH-Rechtsprechung zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung.[568] In der Tat hat das Gericht in den entschiedenen Fällen den Anlegern Ansprüche zugesprochen, obwohl der konkrete Wertverlust auf anderen Gründen beruhte als auf der Verletzung der Aufklärungspflicht bzw. der fehlerhaften Angabe. *Hamann* stimmt dem BGH für die Börsenprospekthaftung zu,[569] weil der in der Fehlerhaftigkeit des Prospekts liegende Eingriff in die wirtschaftliche Selbstbestimmung es rechtfertige, die Rückgängigmachung des Anlagegeschäfts auch dann zu ermöglichen, wenn sich die Falschangabe nicht in der Vermögenseinbuße realisiert habe.[570]

Dem kann in dieser Weite jedenfalls im Rahmen von Ansprüchen aus der Angebotsunterlagenhaftung nicht zugestimmt werden: Zwar ist es richtig, dass die Prospekthaftung und damit

---

[566] So *Apfelbacher/Barthelmess/Buhl/von Dryander*, German Takeover Law, sec. 12 Rn. 6; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 28.
[567] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 28 mit Verweis auf BGH ZIP 1993, 1467, 1469. Ähnlich für die Börsenprospekthaftung in der Fassung vor dem 01. April 1998 *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 147; anders etwa *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 38.
[568] Vgl. insbesondere BGH ZIP 1998, 1306, 1308; BGH WM 1993, 1787, 1788ff.; anders OLG Frankfurt am Main WM 1992, 572, 574.
[569] Das OLG Frankfurt am Main WM 1994, 291, 298 hat die Übertragbarkeit der BGH-Rechtsprechung auf die Börsenprospekthaftung offen gelassen.
[570] *Hamann* in Schäfer BörsG §§ 45, 46 a.F. Rn. 147.

auch § 12 WpÜG dem Schutz der Dispositionsfreiheit dient und sicher stellen soll, dass der Wertpapierinhaber bei seiner Desinvestitionsentscheidung über eine ausreichende und verlässliche Informationsbasis verfügt.[571] Dies darf zum einen aber nicht bedeuten, dass der Haftungsverpflichtete jedes wirtschaftliche Risiko einer für den annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft negativen Wertentwicklung des in Frage stehenden Wertpapiers tragen muss, wenn die Angebotsunterlage fehlerhaft ist. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass bei im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots als Gegenleistung angebotenen Wertpapieren kein vergleichbarer Eingriff in die Dispositionsfreiheit des Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft wie bei dem reinen Wertpapiervertrieb zu erkennen ist, da im Vordergrund der Transaktion der Erwerb der Wertpapiere der Zielgesellschaft steht. Deshalb erscheint es nicht gerechtfertigt, auf die Realisierung der Fehlerhaftigkeit in dem konkreten Vermögensnachteil als Tatbestandsvoraussetzung zu verzichten: Denn bei Übernahme- und Pflichtangeboten ist jedenfalls keine typische Tendenz des die Wertpapiere Anbietenden erkennbar, diese möglichst lukrativ – auch unter Zuhilfenahme eines fehlerhaften Prospekts – zu veräußern und sich beim Eintritt eines Schadens später damit herauszureden, dieser sei nicht auf die konkrete fehlerhafte Angabe zurückzuführen.[572]

Daher gilt in materiell-rechtlicher Hinsicht, dass eine Haftung aus § 12 WpÜG für solche Schäden nicht in Betracht kommt, die ihre Grundlage außerhalb der Angebotsunterlage haben.[573] Anderenfalls würde für die Haftungsverpflichteten nach § 12 Abs. 1 WpÜG ein unüberschaubares Haftungsrisiko entstehen. Allerdings ist zu beachten, dass ohnehin nur die Fehlerhaftigkeit wesentliche Angaben anspruchsbegründend wirken kann, solche Angaben aber in aller Regel bei Aufdeckung ihrer Fehlerhaftigkeit auch in einen Wertverlust der Wertpapiere resultieren werden.

Bei der Novellierung der Börsenprospekthaftung ist der Gesetzgeber zur Lösung der Streitfrage auf prozessualer Ebene einen Mittelweg gegangen: Grundsätzlich muss der Anspruchsberechtigte aus § 44 BörsG weder darlegen noch beweisen, dass sich die Fehlerhaftigkeit des Prospekts in einem Wertverlust der Wertpapiere ausgewirkt hat. Gleichwohl steht dem Haf-

---

[571] Im Einzelnen siehe dazu oben 2. Teil A.III.5, S. 108.
[572] In BGH WM 1993, 1787 dürfte daher auch der entscheidende Grund für die Abschneidung des Einwands mangelnder Kursbeeinflussung die in diesem Fall zu beobachtende insgesamt als dubios zu betrachtende Anlagevermittlung und die spätere Entwicklung der Kapitalanlage gewesen sein.
[573] So auch *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 38.

tungsverpflichteten die Möglichkeit offen, den Nachweis zu erbringen, dass der Prospektmangel nicht zu der Minderung des Börsenkurses beigetragen hat (§ 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG). Eine analoge Anwendung dieser Regelung auf die Angebotsunterlagenhaftung bietet sich an, weil sie einen ausbalancierten Ausgleich zwischen den Interessen der Anspruchsberechtigten und der Haftungsverpflichteten zu schaffen geeignet ist. Sie ermöglicht zum einen, das Haftungsrisiko des Haftungsverpflichteten sachgerecht einzugrenzen und zum anderen, dem Anspruchsberechtigten das Risiko der Nichterweislichkeit des oftmals nur schwer nachzuvollziehenden Einflusses einer fehlerhaften Angabe auf den Börsenkurs bzw. Verkehrswert eines Wertpapiers zu nehmen. Hinzu kommt, dass in dieser Hinsicht die Interessenlage der betroffenen Parteien bei der Börsenprospekthaftung wirtschaftlich identisch ist mit derjenigen der Angebotsunterlagenhaftung bei Tauschangeboten: Es macht weder einen Unterschied, ob die erworbenen Wertpapiere mit Geld oder durch die Hingabe von Aktien der Zielgesellschaft bezahlt wurden, noch, dass Übernahme- oder Pflichtangebote nicht in erster Linie dem Wertpapiervertrieb, sondern dem Wertpapiererwerb dienen.

Demzufolge ist analog § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG davon auszugehen, dass dem Haftungsverpflichteten der Schaden nur dann zugerechnet werden kann, wenn dieser nicht in der Lage ist, den Nachweis zu erbringen, dass die fehlerhafte Angabe nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere beigetragen hat. Der Entlastungsbeweis misslingt, wenn nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Fehlerhaftigkeit des Prospekts mitursächlich für die Minderung des Börsenkurses war.[574] Eine solche Mitursächlichkeit wird z.B. dann nicht gegeben sein, wenn der Wertverlust auf einer allgemeinen Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage oder ein schwaches Börsenumfeld zurückzuführen ist.[575]

### *b) Besonderheiten bei öffentlichen Kaufangeboten; keine weitere Partizipation am Kurs der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft*

Bei reinen öffentlichen Kaufangeboten erhält der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft als Gegenleistung eine Geldzahlung in Euro (§ 31 Abs. 2 Satz 1). Da ein Wertverfall des erhaltenen Geldes niemals zu einer rechtlichen Haftung führen kann, kann ein Vermögensnachteil nur durch eine Wertveränderung der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft entste-

[574] *Hauptmann* in Vortmann, Prospekthaftung, § 3 Rn. 124; *Lenenbach* KapMR Rn. 8.101.
[575] Vgl. auch *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 38.

hen. Dies setzt allerdings voraus, dass der Kurs der hingegebenen Wertpapiere nach der Annahme des Angebots in Relation zum Vergleichsindex überproportional ansteigt. Ein solches Kursverhalten im Anschluss an eine Übernahme eines börsennotierten Unternehmens ist durchaus denkbar, auch wenn infolge des stark gesunkenen *free floats* das Handelsvolumen erheblich abnimmt, was in der Regel zu einer Stagnation des Kurses auf einem Niveau unter dem vor der Übernahme führen wird.

Der in einem Anstieg der hingegebenen Wertpapiere liegende Vermögensnachteil der Wertpapierinhaber wäre aber nach dem Vorgesagten nur dann ein zurechenbarer und damit ersatzfähiger Schaden, wenn sich eine fehlerhafte Angabe in der Angebotsunterlage in diesem Wertanstieg realisiert. Mit anderen Worten: Die fehlerhafte Angebotsunterlage muss mitursächlich für den Kursanstieg bzw. den Anstieg des Verkehrswerts geworden sein. Dies wird in Hinblick auf die zu machenden Angaben allerdings nur selten zu beobachten sein; als Ausnahmefall lässt sich die schon beschriebene Liquidation der Zielgesellschaft anführen, die in der Angebotsunterlage verschwiegen wurde.[576]

Komplizierter ist indes folgender Fall: Hat der Bieter z.B. von Anfang an für den Fall, dass er mind. 95 Prozent der Stimmrechte nach Durchführung des Übernahme- oder Pflichtangebots auf sich vereinigen kann, eine anschließende Umstrukturierung geplant, ohne dies in der Angebotsunterlage darzulegen,[577] so kann ein zurechenbarer Schaden dann entstehen, wenn im Zusammenhang mit dieser Umstrukturierungsmaßnahme eine höhere Gegenleistung an die verbliebenen Aktionäre gezahlt wird.[578] Dieser Schaden ist aber auf Grund der Wertung des § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG nicht ersatzfähig: Danach sollen Umstrukturierungen der Zielgesellschaft nach Angebotsdurchführung nicht zu einem Primärleistungsergänzungsanspruch der ehemaligen Aktionäre der Zielgesellschaft führen. Da im Rahmen von Unternehmensumstrukturierungen gewährte Abfindungen regelmäßig in Zeit raubenden Spruchstellenverfahren überprüft werden, würde es den Bieter unbillig belasten, wenn nach einem

---

[576] Vgl. oben 2. Teil C.VI.2.b), S. 185. Obgleich auch der Bieter den (höheren) Liquidationsüberschuss pro Aktie erhält, entsteht hierdurch kein Primärergänzungsanspruch der annehmenden Wertpapierinhaber, da es sich hierbei nicht um einen relevanten Nacherwerb im Sinne des § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG handelt, vgl. dazu *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 78.

[577] Geplante Umstrukturierungsmaßnahmen sind in der Angebotsunterlage mitzuteilen, siehe oben 1. Teil B.III.2.d)cc)(2)(i), S. 55.

[578] Dies gilt unabhängig von der Frage, ob es sich um eine Umwandlung (Verschmelzung, Spaltung), eine Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss, einen *Squeeze Out* oder den Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrags handelt.

längeren Zeitraum nicht nur die gewährten Abfindungen, sondern auch noch die im Angebotsverfahren gewährten Gegenleistungen nachgebessert werden müssten.[579] Würde man aber einen Quasi-Nachbesserungsanspruch im Wege des Schadensersatzes über § 12 WpÜG zubilligen wollen, so würde die Regelung des § 31 Abs. 5 Satz 2 WpÜG entgegen dem gesetzgeberischen Willen ausgehöhlt.[580]

Ein weiterer Aspekt, der gegen die Durchsetzung von Nachbesserungen im Wege des § 12 Abs. 1 WpÜG spricht, ergibt sich aus der Umkehrung der Angebotsdichotomie: Die meisten der nachfolgenden Umstrukturierungsmaßnahmen, bei denen auf Grund aktienrechtlicher Vorgaben Abfindungen gewährt werden müssen, setzen Drei-Viertel-Mehrheiten bzw. Kapitalanteile von 95 Prozent voraus. Würde nun ein Anspruchsteller behaupten, dass er, hätte er Kenntnis von einer geplanten Umstrukturierung gehabt, die Aktien an der Zielgesellschaft gehalten hätte, um gegebenen falls im Wege des Spruchstellenverfahrens bei anschließenden Abfindungen eine höherer Gegenleistung zu erzielen, so könnte ihm der Bieter entgegen halten, dass er bei einem Verbleib des Aktionärs in der Zielgesellschaft und bei einem parallelen Verhalten anderer Aktionäre die nötigen Mehrheiten im Zuge des Angebots nicht erreicht hätte und es demzufolge gar nicht zu einer Umstrukturierung gekommen wäre.

Es bleibt daher festzuhalten, dass aus Gründen der fehlenden Zurechenbarkeit solcher Vermögensnachteile der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft nach der Angebotsannahme grundsätzlich nicht mehr im Wege eines Schadensersatzanspruchs aus § 12 WpÜG an der weiteren Wertentwicklung der hingegebenen Wertpapiere außerhalb des Angebotsverfahrens partizipiert.[581] Eine solche Partizipation ist nur während der Annahmefrist im Rahmen einer Angebotsnachbesserung durch den Bieter gem. § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG bzw. der Abgabe eines günstigeren konkurrierenden Angebots durch einen weiteren Bieter gem. § 22 Abs. 1 WpÜG, relevanten Parallelerwerbs zu einer höheren Gegenleistung gem. § 31 Abs. 4 WpÜG sowie eines entsprechenden relevanten Nacherwerbs gem. § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG möglich.[582] Dann aber erfolgt die Partizipation unabhängig von Fragen einer Fehlerhaftigkeit

---

[579] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 56; kritisch hierzu *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 76. Zu dem komplizierten Verhältnis von § 12 zu § 31 WpÜG siehe unten 3. Teil D.II, S. 242ff.
[580] Vgl. in diesem Zusammenhang den vom OLG München (ZIP 2001, 2135 = EWiR Art. 15 ÜKx 1/01, 1017 mit Anm. *Sinewe*) entschiedenen Fall *Computer 2000 AG*, der allerdings noch zum Übernahmekodex erging. Ausführlicher dazu siehe oben 2. Teil A.I.a), S. 98ff. sowie unten 3. Teil D.V.1, S. 260ff.
[581] Im Ergebnis wie hier *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 31.
[582] Siehe unten 3. Teil D.II.1, S. 242ff. und 3. Teil D.II.2, S. 246.

der Angebotsunterlage, eines Verschuldens des Bieters oder etwaiger spezieller Verjährungsfragen.

### *c) Besonderheiten bei öffentlichen Tauschangeboten*

Überträgt man den obigen Grundsatz, dass der annehmende Wertpapierinhaber im Rahmen eines Schadensersatzanspruchs aus § 12 WpÜG nach Angebotsende nicht mehr an der weiteren Wertentwicklung der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft partizipiert, auf öffentliche Tauschangebote, so bedeutet dies, dass Vermögensnachteile aus Verschiebungen des ursprünglichen Umtauschverhältnisses nur dann als zurechenbarer Schaden angesehen werden können, wenn sie auf einem Wertverlust der erhaltenen Wertpapiere beruhen. Dies gilt auch dann, wenn die Wertpapiere der Zielgesellschaft einen noch stärkeren Wertverlust erfahren haben, der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft also durch den Tausch einen wirtschaftlichen Vorteil erhält.[583] Letztlich kommt es deshalb im Rahmen der Schadenszurechnung zu einer Entkopplung von den getauschten Wertpapieren, wie sie auch bei der konkreten Schadensberechnung zu beobachten ist.[584]

## 4. Umfang des ersatzfähigen Schadens; Anspruchsinhalt

Bei der Bestimmung der Rechtsfolgen bzw. des Anspruchsinhalts des § 12 WpÜG ist in erster Linie auf die allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätze der §§ 249ff. BGB zurückzugreifen.[585] Ob diese Prinzipien stets zu sachgerechten Ergebnissen führen, soll im Folgenden untersucht werden.

---

[583] Dieser wirtschaftliche Vorteil ist ohnehin hypothetisch, da sich die weitere Wertentwicklung der Wertpapiere der Zielgesellschaft ohne die Übernahme mit Sicherheit anders gestaltet hätte (Bsp.: fehlender Konzernabschlag).
[584] Dazu gleich unten 2. Teil C.VI.4.b)bb)(1), S. 200.
[585] *Assmann* AG 2002, 153, 159; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 27; für BörsG und VerkProspG: *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 100; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 143; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 38.

### *a) Negatives Interesse*

Nach der Gesetzesbegründung soll der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft verlangen können, so gestellt zu werden, als hätte er die wahre Sachlage gekannt.[586] Ersatzfähig ist damit grundsätzlich nur derjenige Schaden, der durch die im Vertrauen auf die Richtigkeit der Angebotsunterlage getätigte Desinvestition entstanden ist (Vertrauensschaden oder negatives Interesse).[587] Demgegenüber führt ein Anspruch aus § 12 WpÜG nicht zum Ersatz des positiven Interesses; mithin ist der Wertpapierinhaber also nicht so zu stellen, wie er stünde, wenn die fehlerhafte Angabe richtig bzw. die Angebotsunterlage vollständig gewesen wäre.[588] Der Ersatz des negativen Interesses wird dem Umfang nach nicht durch das positive Interesse begrenzt.[589]

Der Umstand, dass § 12 Abs. 1 WpÜG auf den Ersatz des negativen Interesses gerichtet ist, verhindert, dass hieraus Ansprüche auf Ergänzung der Gegenleistung geltend gemacht werden sollen, wenn diese nicht den Mindestvorgaben zur Angemessenheit entspricht. Denn selbst bei unterstellter Kenntnis des Anspruchsberechtigten von der Fehlerhaftigkeit der Bewertung der Wertpapiere der Zielgesellschaft und der hierzu gemachten fehlerhaften Angaben in der Angebotsunterlage, wäre er nicht in der Lage, ein angemessenes Angebot in der hypothetischen Entscheidungssituation annehmen zu können. Dies wäre nur denkbar, wenn er so gestellt würde, wie er stünde, wenn die Angaben zur Bewertung richtig gewesen wären und der Bieter eine entsprechend höhere Gegenleistung angeboten hätte. Die Ergänzung der Gegenleistung kann daher allenfalls durch Primärleistungsergänzungsansprüche aus §§ 31 Abs. 4 Satz 1 bzw. 31 Abs. 5 WpÜG oder nach einer erfolgten Angebotsverbesserung gem. § 21 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpÜG erfolgen.[590]

---

[586] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43; ebenso S*chwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 13; anders aber *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 26.
[587] *Mühle* WpÜG, S. 235; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 27.
[588] *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 26; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 27; für die Haftung aus § 13 VerkProspG *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 100 m.w.N. Für fehlerhafte Anlageberatung vgl. etwa *Schäfer* in Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, § 11 Rn. 101.
[589] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 27; vgl. auch. *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 100 m.w.N.; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. 146; *Schäfer* in Schwintowski/Schäfer, Bankrecht § 11 Rn. 101.
[590] Siehe dazu unten 3. Teil D.II, S. 242ff.

### b) Wertpapiererwerbs- und übernahmerechtliche Besonderheiten

Zunächst ist nach der gesetzgeberischen Vorgabe hypothetisch zu ermitteln, wie der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft über das Angebot entschieden hätte, wenn er gewusst hätte, dass eine wesentliche Angabe in der Angebotsunterlage unrichtig dargestellt oder weggelassen wurde.[591] Hätte er das Angebot in seiner konkreten Form trotzdem angenommen, so kann er nunmehr seinen Schaden nicht ersetzt verlangen. Denn dann hat sich die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angebotsunterlage nicht auf seinen Entschluss ausgewirkt.

Regelmäßig dürfte aber davon auszugehen sein, dass der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in Kenntnis der wahren Sachlage das Angebot nicht bzw. bei alternativ angebotenen Gegenleistungen gegen eine der Art nach andere Gegenleistung angenommen hätte.[592] Demgegenüber kann er allerdings nicht vorbringen, er hätte die Wertpapiere der Zielgesellschaft zu einer höheren Gegenleistung veräußert: Denn dies hätte er auch hypothetisch gar nicht können, da ihm eine höhere Gegenleistung weder tatsächlich angeboten worden ist noch ein höheres fiktives Angebot unterstellt werden kann.[593] Anderenfalls käme man zu dem absurden Ergebnis, dass der Anspruchsteller die Höhe des ihm ggf. zustehenden Schadensersatzanspruchs selber bestimmen könnte, indem er festlegt, zu welcher höheren Gegenleistung er seine Aktien an den Bieter bei Kenntnis der wahren Sachlage veräußert hätte.[594] Der Anspruch aus § 12 WpÜG ist aber gerade nicht auf den Ersatz des positiven, sondern des negativen Interesses gerichtet.

Folgendes Beispiel soll die möglichen Varianten der hypothetischen Entscheidung eines Wertpapierinhabers bei einem öffentlichen Angebot nach dem WpÜG veranschaulichen:

---

[591] Anders soweit ersichtlich nur *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 26: Danach soll der entstandene Schaden aus der Differenz von der angebotenen zur gezahlten Gegenleistung bestehen. Hier wird offensichtlich der vertragliche Anspruch gegen den Bieter auf (vollständige) Erfüllung seiner Verbindlichkeit mit einem Schadensersatzanspruch verwechselt. Kann der Bieter aus finanziellen Gründen nicht mehr vollständig erfüllen, so kommt neben dem nicht mehr werthaltigen Primäranspruch auf die Gegenleistung die Ausfallhaftung des die Finanzierung bestätigenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens in Betracht, vgl. unten 3. Teil D.III, S. 247ff.

[592] Im Prozess wird der Haftungsverpflichtete eine dahin gehende Behauptung des Anspruchstellers ohnehin nicht widerlegen können, da es ja um dessen hypothetische Entscheidung geht.

[593] Anders *Hamann* AG 2002, 2249, 2256. Anders auch die h.M. bei sonstigen Prospekthaftungstatbeständen, vgl. *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 146; *Canaris*, Bankvertragsrecht Rn. 2285; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 38.

[594] So aber *Hamann* AG 2002, 2249, 2256.

> Die Bieterin X-AG gibt ein Übernahmeangebot auf Aktien der Zielgesellschaft Z-AG ab. Gegen Übereignung einer Z-Aktie bietet sie alternativ eine Geldzahlung in Höhe von 10 Euro oder die Übereignung von zwei X-Aktien (Übernahmeangebot mit alternativen Gegenleistungen) an. In der Angebotsunterlage stellt die X-AG die Auswirkungen des Übernahmeangebots auf ihre Finanzlage bewusst zu positiv dar. Y entscheidet sich daraufhin, seine Z-Aktien gegen die X-Aktien umzutauschen. In der Folgezeit kommt es nach der Übernahme zu finanziellen Schwierigkeiten, die einen deutlichen Kursverlust der X-Aktien auf 50 Cent zur Folge haben, während die Z-Aktien konstant bleiben, aber kaum noch gehandelt werden, da sie zu 98 Prozent der X-AG gehören.

Hier wird deutlich, dass Y seine Z-Aktien nicht gegen eine höhere Gegenleistung, also bspw. gegen die Übereignung von drei X-Aktien gegen eine Z-Aktie, hätte veräußern können, da es ein solches Angebot auch bei Kenntnis der wahren Sachlage nicht gab. Ein entsprechendes höheres Angebot kann auch nicht fingiert werden, da es hierzu auf die hypothetische Entscheidung des Bieters ankäme.

Vielmehr hätte Y bei Kenntnis der wahren Sachlage möglicherweise die Geldzahlung als alternative Gegenleistung gewählt, weil ihn dann die negativen Auswirkungen der Übernahme auf die Finanzlage nicht betroffen hätten.[595] In diesem Fall wäre der Bieter verpflichtet, dem annehmenden Wertpapierinhaber im Nachhinein die alternative Geldleistung zu zahlen. Der Anspruchsteller wiederum müsste die erhaltenen Bieteraktien an diesen zurückübereignen. Bezüglich der Aktien der Zielgesellschaft würde sich an deren rechtlicher Zuordnung jedoch nichts ändern.

Etwas Anderes ergibt sich aber dann, wenn Y bei Kenntnis der wahren Sachlage das Angebot überhaupt nicht angenommen hätte oder aber das Angebot von vorneherein nur eine Gegenleistung vorsah. Hierzu zählen sowohl reine Barangebote als auch reine Tauschangebote, die bei sämtlichen Angebotsarten vorkommen können.[596] Auf den ersten Blick müsste nach dem Grundsatz der Naturalrestitution aus § 249 Satz 1 BGB dann der zwischen ihm und dem

---

[595] In diesem Zusammenhang sei noch einmal darauf hingewiesen, dass die Erfüllung der Geldforderung auch bei einem finanziellen Engpass des Bieters bis hin zu seiner Insolvenz durch die Ausfallhaftung des bestätigenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 13 Abs. 2 WpÜG sichergestellt ist. Einzelheiten dazu siehe unten 3. Teil D.III, S. 247.

[596] Reine Tauschangebote dürften in der Praxis eher bei Pflichtangeboten anzutreffen sein, da sie für den Bieter durch eine einfache Kapitalerhöhung relativ leicht zu realisieren sind, gleichzeitig aber auch die Anforderungen an die Angemessenheit gem. § 31 WpÜG erfüllen. Wegen § 31 Abs. 3 Nr. 1 WpÜG setzt dies allerdings voraus, dass das Erreichen der Kontrollschwelle gem. §§ 35 Abs. 1 Satz 1, 29 Abs. 2 WpÜG anders als durch einen Erwerb von mind. fünf Prozent der Stimmrechte oder Aktien der Zielgesellschaft gegen Zahlung einer Geldleistung geschah.

Bieter zustande gekommene Aktientauschvertrag aufgehoben werden[597] und der Bieter müsste die Aktien der Zielgesellschaft an den Anspruchsberechtigten aus § 12 WpÜG zurückübereignen, und zwar Zug-um-Zug gegen die Rückübereignung der hingegebenen Bieteraktien.

Da wie bereits festgestellt zurechenbare Vermögensschäden in erster Linie im Rahmen von Tauschangeboten auftreten können, soll im Folgenden bei der Untersuchung der schadensrechtlichen Rechtsfolgen eines Anspruchs aus § 12 WpÜG nach dem rechtlichen Schicksal der von den Anspruchstellern hingegebenen Wertpapieren der Zielgesellschaft und den als Gegenleistung erhaltenen Wertpapieren differenziert werden.

*aa) Schadensrechtliche Behandlung der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft bei Tauschangeboten*

Ein dem oben dargestellten Szenario entsprechender schadensrechtlicher Rückabwicklungsanspruch der annehmenden Wertpapierinhaber in Bezug auf die hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft begegnet vor allem in Hinblick auf die doppelte Gerichtetheit von Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangeboten Bedenken.

(1) Berücksichtigung der Angebotsdichotomie

Da prinzipiell sämtlichen Wertpapierinhabern, die das Angebot angenommen haben, ein solcher Rückübertragungsanspruch zustünde, könnte dies im Nachhinein zu einem Scheitern des Angebots des Bieters führen. Hat ein Bieter bspw. im Zuge seines Übernahmeangebots 80 Prozent der Aktien der Zielgesellschaft erwerben können und müsste nun im Nachhinein auf Grund einer Haftung nach § 12 Abs. 1 WpÜG auch nur ein Teil dieser Aktien zurückübereignet werden, so liefe der Bieter Gefahr, die zwischenzeitlich erreichte Kontrolle wieder zu verlieren. Hier zeigt sich wieder die schon an anderer Stelle dargestellte Dichotomie der Wertpapiererwerbs- und besonders der Übernahmeangebote.[598] Zwar wäre es dem Bieter schadensersatzrechtlich zumutbar, einzelne Aktientauschverträge rückabzuwickeln; würde dies aber auf der Ebene der Unternehmensakquisition ebenfalls zu einer faktischen

[597] Genau genommen wäre der Haftungsverpflichtete zur Abgabe einer Willenerklärung, gerichtet auf den Abschluss eines Aufhebungsvertrags mit dem ehemaligen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, verpflichtet.
[598] Siehe oben 1. Teil B.III.1, S. 28.

Rückabwicklung des Unternehmenserwerbs und damit zu einer individuell verursachten Entflechtung von Bieter und Zielgesellschaft führen, so ist es sehr fraglich, ob eine solche, wirtschaftlich sehr einschneidende Folge dem Bieter noch zumutbar ist. Man könnte insoweit die Rechtsgedanken aus §§ 249 Satz 2, 251 Abs. 2 Satz 1 BGB heranziehen und aus wirtschaftlichen Gründen stets Geldersatz als Schadensausgleichsfolge annehmen.

Andererseits ist auch für den Anspruchsteller die Rückabwicklung und damit die Naturalrestitution wirtschaftlich nicht unbedingt vorteilhaft. Er wird nämlich in den seltensten Fällen ein dem während des Angebots hingegebenen Wertpapier der Zielgesellschaft äquivalentes Wertpapier zurückbekommen, weil die einzelne Vertragsrückabwicklung nichts an der in Folge eines erfolgreichen Übernahmeangebots eingetretenen Konzernierung der Zielgesellschaft ändert und nicht sicher ist, dass im Zuge eines Haftungsfalls sämtliche Wertpapiere vom Bieter an die ursprünglichen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft zurückgegeben werden müssen. Spiegelbildlich zu seiner Ausgangsposition im Angebotsverfahren würde der Anspruchsberechtigte aus § 12 WpÜG auch im Falle einer haftungsbedingten Rückabwicklung das Risiko tragen, das damit verbunden ist, dass er weder weiß noch hinreichend sicher prognostizieren kann, wie sich die übrigen anspruchsberechtigten ehemaligen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft verhalten werden (sog. *prisoner´s dilemma*).

Die vorgenannten Erwägungen gelten grundsätzlich für sämtliche Angebotsarten:[599] Da sich durch Ersatzansprüche aus § 12 WpÜG auf der unternehmensbezogenen Ebene nur dann eine Wiederherstellung des ursprünglichen Zustands ergeben würde, wenn sämtliche annehmenden Wertpapierinhaber die Rückabwicklung ihres Einzelvertrags verlangen würden und ein solches Szenario mangels der Möglichkeit eines kollektiven Vorgehens äußerst unwahrscheinlich ist,[600] ist eine Naturalrestitution auf einzelvertraglicher Ebene gar nicht möglich. Mit anderen Worten: Die auf den Erwerb eines Unternehmensanteils gerichteten Aufstockungs-,

---

[599] Nicht weiter beleuchtet werden in diesem Zusammenhang einfache Wertpapiererwerbsangebote in Form von Einstiegsangeboten, die auf einen geringen Anteil am Grundkapital der Zielgesellschaft gerichtet sind (bis ca. 5 Prozent) und nur der Vermögensanlage dienen: Hier ist eine Rückabwicklung problemlos möglich, da weder durch das Angebot noch durch die Naturalrestitution der unternehmerische Charakter der Zielgesellschaft verändert würde.

[600] Anders als das US-amerikanische Recht kennt das deutsche Aktienrecht z.B. keine *class actions*, die ein kollektives Vorgehen der ehemaligen Aktionäre der Zielgesellschaft unter Umständen ermöglichen würden. Zwar sind gegenwärtig Bestrebungen, vergleichbare Aktionärssammelklagen im deutschen Aktienrecht zuzulassen; diese wären aber nur gegen die Verwaltung gerichtet, nicht aber gegen einen Mitgesellschafter, wie es der Bieter wäre.

Übernahme- und Pflichtangebote lassen sich nicht in der Weise rückgängig machen, dass der Anspruchsberechtigte Wertpapiere derselben Art und Güte zurückbekäme wie er sie hingegeben hat, selbst wenn es sich sachenrechtlich um dieselben Wertpapiere handelt. Eine Naturalrestitution ist daher in den meisten Fällen gar nicht möglich. Bei Pflichtangeboten kommt hinzu, dass die Rückabwicklung des Einzelvertrags der Schutzfunktion dieser Angebotsart diametral entgegen steht: Die Angebotspflicht aus § 35 Abs. 2 WpÜG soll den Aktionären einer Zielgesellschaft ja gerade ein Austrittsrecht zu Konditionen einräumen, wie sie ohne die Konzernierung der Zielgesellschaft bestanden haben.

(2) Geldersatz statt Rückübertragung der Wertpapiere der Zielgesellschaft

Um den Grundsatz der Naturalrestitution auszuschließen bedarf es daher keiner Zumutbarkeitskriterien, sondern nur der Anwendung des § 251 Abs. 1 BGB. Wegen der tatsächlichen Unmöglichkeit der Herstellung des Zustands wie er bestehen würde, wenn der annehmende Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft die wahre Sachlage gekannt hätte, ist stets Geldersatz zu leisten.[601] Nur in den Ausnahmefällen, in denen der Kreis der annehmenden Aktionäre begrenzt oder bekannt ist und es dem Bieter möglich ist, sämtliche Wertpapiere an die ursprünglichen Eigentümer zurückzugeben – was deren Einverständnis voraussetzt – ließe sich eine Naturalrestitution begründen.[602] Dann aber dürfte die damit verbundene Entflechtung von Bieter und Zielgesellschaft regelmäßig wirtschaftlich unzumutbar sein, sofern bereits mit einer geschäftlichen oder personellen Umgestaltung der Zielgesellschaft begonnen bzw. diese bereits – ggf. bilanziell – in den Bieterkonzern integriert wurde, so dass wegen §§ 249 Satz 2, 251 Abs. 2 Satz 1 BGB Geldersatz zu leisten wäre. Da zwischen Angebotsende und der Geltendmachung eventueller Schadensersatzansprüche ein erheblicher Zeitraum liegen kann, kann der Bieter auch nicht darauf verwiesen werden, den tatsächlichen Vollzug der Unternehmensverbindung bis zu einer endgültigen Klärung aufzuschieben.

---

[601] Im Ergebnis ebenso *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 27. Der Ausschluss der Rückabwicklung wird dort allerdings auf Grund normativer Erwägungen hergeleitet: Die Rückabwicklung würde zu einer ungerechtfertigten Partizipation des Anspruchsinhabers an der Wertentwicklung der Papiere der Zielgesellschaft führen. Siehe zu dem ähnlichen Gedanken im Rahmen der Schadenszurechnung oben 2. Teil C.VI.3, S. 186ff.

[602] Denkbar wäre dies eventuell bei Namensaktien oder Zielgesellschaften mit geringem Streubesitz und kleinem Aktionärskreis, wie sie am Neuen Markt zu finden sind.

Spiegelbildlich hierzu ließe sich auch in den aufgezeigten Ausnahmefällen kein schützenswertes Interesse der Anspruchsberechtigten aus § 12 WpÜG herleiten, dass eine Verpflichtung des Bieters als Haftungsverpflichtetem besteht, nicht nur individuell gegenüber dem einzelnen ehemaligen Aktionär, sondern kollektiv gegenüber sämtlichen annehmenden Wertpapierinhabern die geschlossenen Einzelverträge rückabzuwickeln. Da der Gesetzgeber bewusst auf eine kollektive Entscheidung hinsichtlich des Erfolgs eines Wertpapierwerbs- oder Übernahmeangebots bspw. durch die Notwendigkeit eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses der Zielgesellschaft verzichtet hat,[603] muss dies konsequenterweise auf der Schadensersatzebene zu einem Verzicht auf eine kollektive Rückgängigmachung von Unternehmensanteilserwerben führen.

Zuletzt kann noch folgende gesetzessystematische Erwägung für die Auffassung, ein Anspruch aus § 12 WpÜG sei grundsätzlich auf Geldersatz und nicht auf Rückabwicklung der Wertpapiertransaktion gerichtet, herangezogen werden: Mit der Neufassung der §§ 44ff. BörsG zum 01. April 1998 hat der Gesetzgeber seinerzeit den zuvor bestehenden Schadensersatzanspruch explizit in einen Anspruch auf Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises geändert (§ 44 Abs. 1 Satz 1 BörsG). Hätte der Gesetzgeber auch im Rahmen von § 12 Abs. 1 WpÜG eine Rückabwicklung der Einzelverträge angestrebt, so hätte es nahe gelegen, in Anlehnung an die Börsenprospekthaftung auch dies ausdrücklich zu regeln. Letztlich scheint es, als habe der Gesetzgeber nicht bedacht, dass die nicht gewollte Möglichkeit einer einzelvertraglichen Rückabwicklung auch als allgemeine schadensrechtliche Rechtsfolge in Betracht kommen kann.

(3) Gleichlauf des Schadensausgleichs bei sämtlichen Gruppen von Haftungsverpflichteten

Der Grundsatz „Geldersatz statt Rückabwicklung“ verhindert zudem bei der Bestimmung des Anspruchsinhalts eine Differenzierung nach Haftungsverpflichteten.[604] Da prinzipiell nur der Bieter, bzw. ggf. bei Bieterkonsortien sämtliche Mitbieter, Eigentümer der hingegebenen Aktien der Zielgesellschaft wird, wäre anderen Haftungsverpflichteten die Rückübereignung

[603] Eine solche Kollektiventscheidung über den Erfolg eines Übernahmeangebots wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens wiederholt vorgeschlagen und gefordert, vgl. vor allem *Schneider* AG 2002, 125, 127.
[604] Zu den einzelnen in Betracht kommenden Gruppen von Haftungsverpflichteten siehe oben 2. Teil C.I.1.e), S. 128ff. und C.I.2.c), S. 137ff.

rechtlich unmöglich, da ihnen in aller Regel nicht die Verfügungsbefugnis über die Wertpapiere zusteht.

*bb) Schadensrechtliche Behandlung der erhaltenen Wertpapiere bei Tauschangeboten*

Anders als im Hinblick auf die Aktien der Zielgesellschaft ist in Bezug auf als Gegenleistung erhaltene Wertpapiere deren Rückgabe an den Bieter möglich, ohne dass hierdurch der übergeordnete Erfolg eines Übernahme- oder Pflichtangebots auf der Unternehmensebene vereitelt würde.

(1) Aufhebung der tauschvertraglichen synallagmatischen Verknüpfung auf der Ebene des Sekundäranspruchs

Die synallagmatische Verknüpfung der Aktien der Zielgesellschaft mit den als Gegenleistung an den annehmenden Wertpapierinhaber hingegebenen Wertpapieren wird demzufolge nicht auf der Ebene der Sekundäransprüche abgebildet.[605] Hieraus folgt umgekehrt, dass der Anspruchsteller nicht mehr Eigentümer der erhaltenen Wertpapiere sein muss. Da sein Vermögensschaden ohnehin in aller Regel in einem Wertverlust der erhaltenen Wertpapiere liegen wird, wäre es ihm auch nicht zumutbar, diese zu halten und ggf. weitere Kursverluste zu erleiden. Im Gegenteil: Ist nämlich absehbar, dass die Wertpapiere weiter an Wert verlieren, so kann es ihm im Rahmen seiner Schadensminderungspflicht obliegen, die Wertpapiere zum aktuellen Börsenpreis bzw. zum Verkehrswert zu veräußern.[606]

(2) Rechtsfolgengleichlauf mit § 44 Abs. 1 Satz 1 BörsG

Letztlich führt der so verstandene Schadensausgleich zu einem Gleichlauf mit der börsenprospekthaftungsrechtlichen Rechtsfolge: In beiden Fällen kann der Anspruchsinhaber die erhaltenen Wertpapiere zurückgeben.[607] Dies gilt auch dann, wenn als Haftungsverpflichteter gar nicht der Bieter selbst in Anspruch genommen wird, sondern eine andere Person, die nach

[605] Anders *Mühle* WpÜG, S. 235, allerdings ohne näher die Problematik zu beleuchten.
[606] Zu Einzelheiten der Anrechnung eines Veräußerungserlöses und zur Schadensminderungspflicht siehe unten 2. Teil C.VI.4.c)dd), S. 204.
[607] Zur Frage, ob der Anspruchsberechtigte die erhaltenen Wertpapiere zurückgeben *muss*; siehe unten 2. Teil C.VI.4.c)cc), S. 203f.

§ 12 Abs. 1 Nrn. 1 oder 2 WpÜG haftet. Wer dann am Ende die zurückgegebenen Wertpapiere erhält, richtet sich nach dem Innenausgleich zwischen den nach außen als Gesamtschuldnern haftbaren Personen.

Der insoweit bestehende Gleichlauf mit § 44 BörsG[608] hat seine Rechtfertigung in dem Umstand, dass sich der Erwerb von Wertpapieren infolge eines öffentlichen Wertpapiererwerbs- oder Übernahmeangebots mit einem davon unabhängigen Wertpapiererwerb vergleichen lässt, nur dass in ersterem Fall mit Aktien der Zielgesellschaft und in den anderen Fällen mit Geld bezahlt wird. Für die schadensrechtliche Behandlung der erhaltenen Wertpapiere vermag die Art der Bezahlung aber keine unterschiedlichen Rechtsfolgen zu rechtfertigen.

### *c) Einzelheiten der Berechnung der Höhe des Ersatzanspruchs*

Nach dem Vorgesagten ist also in sämtlichen schadensrelevanten Fällen eine Geldzahlung an den Anspruchsinhaber zu leisten. Es stellt sich dann die Frage, wie die Höhe des geschuldeten Geldbetrags zu ermitteln ist.

#### *aa) Maßgeblicher Zeitpunkt*

Richtschnur für die Berechnung des Schadensersatzanspruchs muss der Wert der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft sein. Denn dies ist gewissermaßen der „Preis“, den der annehmende Wertpapierinhaber für die vom Bieter angebotene Gegenleistung hingegeben hat. Da aber, wie bereits gezeigt, der Anspruchsberechtigte aus § 12 WpÜG nicht mehr an der weiteren Wertentwicklung der Aktien der Zielgesellschaft nach Angebotsdurchführung partizipiert, muss als maßgeblicher Stichtag für die Berechnung des Werts der hingegebenen Wertpapiere grundsätzlich der Tag angenommen werden, an dem die – ggf. gem. § 21 Abs. 5 Satz 1 WpÜG infolge einer Angebotsnachbesserung[609] oder gem. § 22 Abs. 2 Satz 1 WpÜG infolge eines konkurrierenden Angebots verlängerte – Angebotsfrist abläuft.

---

[608] Danach kann der Erwerber der Wertpapiere diese an den Emittenten zurückgeben. *Haarmann* ZIP 2001, 2249, 2255 bezeichnet dies als modifizierten Schadensersatzanspruch.

[609] Eine Angebotsnachbesserung kommt nach vorzugswürdiger Auffassung den Aktionären, die das Angebot schon zuvor angenommen haben, automatisch zugute, ohne dass sie dazu zuerst vom ursprünglichen Vertrag

### *bb) Verkehrs-, bzw. Börsenwert der hingegebenen Wertpapiere*

Zum Stichtag des Angebotsendes ist dann der Verkehrswert der hingegebenen Wertpapiere zu ermitteln.[610] Da es sich hierbei bei Übernahme- und Pflichtangeboten notwendigerweise um börsennotierte Wertpapiere handelt, entspricht der Verkehrswert dem Börsenkurs. Dieser wiederum dürfte in aller Regel dem bis dahin höchsten, von einem Bieter gebotenen Angebotspreis entsprechen. Wäre dies nämlich nicht der Fall, so würde es wenig Sinn für den Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ergeben, das Angebot anzunehmen statt seine Aktien über die Börse zu veräußern. Dies gilt zwar nur für solche Wertpapierinhaber, die das Angebot noch nicht angenommen haben: Da es aber stets solche bis zum Schluss der Angebotsfrist geben wird, ist davon auszugehen, dass der Börsenkurs nur marginal vom höchsten Angebotspreis abweicht.[611]

Zwar ist es inzwischen anerkannt, dass der Verkehrs- bzw. Börsenwert eines Wertpapiers nicht zwingend dessen wahren oder objektiven Wert widerspiegelt. Für die Schadensberechnung spielt dieser Umstand aber aus mehreren Gründen keine Rolle: Zum einen hat der Anspruchsberechtigte seine Wertpapiere tatsächlich zum Verkehrswert an den Bieter abgegeben, so dass es nicht gerechtfertigt wäre, zu seinen Gunsten im Rahmen der Schadensberechnung nun einen anderen Wert anzunehmen. Zum anderen entspricht der Verkehrswert dem Angebotspreis, der – zumindest bei Übernahme- und Pflichtangeboten – wiederum in Einklang mit den Angemessenheitsvorschriften des § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3ff. WpÜAngVO ermittelt worden sein muss. Hinzu kommt, dass vor allem bei Übernahmeangeboten vom Bieter in aller Regel so genannte Prämien gewährt werden, die auf den Verkehrs- bzw. Börsenwert der Aktien zu Beginn des Angebotsverfahrens aufgeschlagen werden.

---

zurücktreten und das verbesserte Angebot erneut annehmen müssten, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 21 Rn. 6ff.; anders aber Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 49.

[610] Vgl. BGH WM 1995, 882, 891; OLG Düsseldorf WM 1996, 1366, 1370.

[611] Eine Ausnahme von diesem Grundsatz war bei dem Übernahmeangebot der *Deutsche Balaton AG* auf die *beta systems AG* Anfang 2002 zu beobachten, wo der Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft erheblich über den Angebotspreis anstieg. Der Grund hierfür war offenbar, dass der Markt dem Übernahmeangebot keine Chancen gegeben hat und darüber hinaus mit einem konkurrierenden Angebot bzw. mit dem Rückkauf eigener Aktien durch die Zielgesellschaft zu einem höheren Preis gerechnet hat. Da aber der Angebotspreis unter dem Börsenkurs lag, konnte die Bieterin nur einen minimalen Aktienanteil hinzuerwerben, so dass das Übernahmeangebot scheiterte.

Bei reinen Tauschangeboten wird der Verkehrswert der Aktien der Zielgesellschaft durch den Verkehrswert der angebotenen Wertpapiere bestimmt: Auch in diesem Fall spiegelt der Börsenkurs den Verkehrswert wider. Während des Laufs der Annahmefrist wird daher das angebotene Umtauschverhältnis dem Verhältnis der Börsenkurse von dem angebotenem Wertpapier zu dem Wertpapier der Zielgesellschaft konstant bleiben. Aus beiden Kursen lässt sich daher der Verkehrswert der hingegebenen Wertpapiere ermitteln. Soweit die angebotenen Wertpapiere (noch) nicht börsennotiert sind – entweder, weil die Börsenzulassung noch nicht erfolgt ist oder, weil die angebotenen Wertpapiere bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten nicht zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen – wird sich gleichwohl am Börsenkurs der Wertpapiere der Zielgesellschaft deren durch die angebotenen Wertpapiere mitbestimmter Verkehrswert manifestieren.

*cc) Rückgabe der erhaltenen Wertpapiere Zug-um-Zug*

Der nach den soeben dargestellten Grundsätzen ermittelte Wert der hingegeben Wertpapiere der Zielgesellschaft entspricht der Höhe des vom Haftungsverpflichteten an den Anspruchsberechtigten zu leistenden Schadensersatzes.[612] Bezüglich des rechtlichen Schicksals der erhaltenen Wertpapiere sind nun aus der Sicht des Anspruchsberechtigten analog zu den bürgerlich-rechtlichen Begriffen vom „kleinen“ und „großen“ Schadensersatz zwei Varianten denkbar: Zum einen kann er diese an den Haftungsverpflichteten zurückgeben und den vollen Geldersatz vereinnahmen. Denkbar ist zum anderen, dass er die erhaltenen Wertpapiere behält und nur die Differenz ersetzt verlangt.

Die zweite Variante böte ihm den Vorteil, an einer eventuellen Erholung des Werts der erhaltenen Papiere – etwa in Form eines zukünftigen Kursanstiegs – weiter zu partizipieren. Würde eine solche Wertsteigerung allerdings überdurchschnittlich ausfallen, so hätte der Haftungsverpflichtete *ex-post* betrachtet einen Schaden ersetzt, der nur zwischenzeitlich eingetreten war. Da aber die Haftung aus § 12 WpÜG schadensbezogen ist, wäre eine solche wirtschaftliche Begünstigung des Anspruchsberechtigten nicht gerechtfertigt. Gleichwohl kann diesem kaum zugemutet werden, bezüglich der erhaltenen Wertpapiere eine in der Regel praktisch kaum durchführbare Wertentwicklungsprognose abzugeben, wobei er gleichzeitig

[612] Zuzüglich entgangenen Gewinns und Ersatz von Nebenkosten, dazu unten 2. Teil C.VI.4.c)hh), S. 211 und C.VI.4.c)ii), S. 213.

stets beachten muss, seine bestehenden Ansprüche innerhalb der relativ kurzen Verjährungsfrist des § 12 Abs. 4 WpÜG (ein, max. drei Jahre[613]) geltend zu machen.

Die skizzierte Problematik lässt sich lösen, indem man eine grundsätzlich bestehende Verpflichtung des Anspruchsberechtigten annimmt, im Rahmen des Schadensausgleichs die erhaltenen Wertpapiere an den Haftungsverpflichteten zurückzuübereignen. Nur dann, wenn feststeht, dass in der Zukunft keine überdurchschnittliche Wertsteigerung dieser Papiere mehr zu erwarten ist – etwa, wenn es sich um Bieteraktien handelt und der Bieter sich bereits in Liquidation befindet – hat der Anspruchsberechtigt die oben dargestellte Wahl zwischen dem „kleinen“ oder „großen“ Schadensersatz. Gleiches gilt für Fälle, in denen der aus § 12 WpÜG in Anspruch Genommene auf die Rückübertragung der Wertpapiere verzichtet.

*dd) Anzurechnender Veräußerungserlös*

Die grundsätzliche Pflicht zur Rückübertragung der Wertpapiere führt allerdings nicht dazu, dass ein Anspruch aus § 12 WpÜG nur dann geltend gemacht werden kann, wenn der Anspruchsberechtigte noch über die erhaltenen Wertpapiere verfügt. Hat er diese nämlich zwischenzeitlich veräußert, so fallen die aufgezeigten Bedenken hinsichtlich einer nachträglichen Schadenskompensation durch eine überdurchschnittliche Wertsteigerung weg: An einer solchen könnte der Anspruchsberechtigte nach einer Veräußerung der Wertpapiere nicht mehr partizipieren. Der im Rahmen einer solchen Veräußerung erzielte Erlös ist auf die Höhe des Schadens anzurechnen: Der Haftungsverpflichtete hat daher den Wert der Wertpapiere der Zielgesellschaft abzüglich des vom Anspruchsberechtigten erzielten Veräußerungserlöses zu ersetzen.

*ee) Schadensminderungspflicht*

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob der Anspruchsberechtigte unter Umständen zu einer Veräußerung der Wertpapiere verpflichtet sein kann.[614] Maßstab hierfür wäre die

---

[613] Siehe im Einzelnen unten 2. Teil C.VIII, S. 215ff.

[614] Eine solche Veräußerungspflicht im Rahmen der Verkaufsprospekthaftung bejahend *Sittmann* NZG 1998, 490, 495; sie generell ablehnend hingegen *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 66: Dessen Argument, die Veräußerung der Wertpapiere bei Absehbarkeit eines weiteren Kursverlustes führe zu einer Vervielfachung von Prospekthaftungsansprüchen und dadurch gerade nicht zu einer Schadensminderung lässt

Schadensminderungspflicht aus § 254 Abs. 2 Satz 1 BGB. Da es sich hierbei allerdings um eine Form des anspruchsmindernden Mitverschuldens handelt, ist vorab das Verhältnis zu § 12 Abs. 3 Nrn. 2 und 3 WpÜG zu klären. Zwar enthält letztere Norm eine spezielle Regelung des Mitverschuldens, die die allgemeinere Vorschrift des § 254 BGB nach herrschender Auffassung verdrängt.[615] Diese Exklusivität betrifft aber nur die Berücksichtigung von Mitverschulden bei der Schadensentstehung, nicht jedoch im Rahmen der Schadensbehebung.[616]

Ein Verstoß gegen die Schadensminderungspflicht liegt aber nur dann vor, wenn der Geschädigte die Maßnahmen unterlässt, die ein ordentlicher und verständiger Mensch zur Schadensminderung ergriffen hätte.[617] In den hier interessierenden wirtschaftlichen Zusammenhang übertragen bedeutet dies, dass sich ein Anspruchsberechtigter eine unterlassene Veräußerung nur dann vorwerfen lassen muss, wenn nach Eintritt des Schadens eine Veräußerung der Wertpapiere nahe gegen hätte, da zu diesem Zeitpunkt absehbar war, dass der Wert der erhaltenen Wertpapiere weiter sinken würde. Der zu erwartende weitere Wertverlust muss auch für einen durchschnittlichen Anleger erkennbar gewesen sein. Dies darf allerdings nicht dazu führen, dass den Anspruchsberechtigten eine Kurs- oder gar Marktbeobachtungspflicht trifft.[618] Es ist ihm aber zumutbar, in regelmäßigen zeitlichen Abständen die Wertentwicklung seiner Wertpapiere zu kontrollieren und deutliche Hinweise – etwa auf Grund von Zeitungsartikeln oder Fernsehberichten – als Anlass zu einer Veräußerung zu nehmen.[619] Denn die Schadensminderungspflicht trifft ihn erst nach dem Entstehen eines Schadens: Insoweit kann aber erwartet werden, dass der Anspruchsberechtigte für diese Wertpapiere besonders sensibilisiert ist. Weitere Voraussetzung für eine Veräußerungspflicht ist es naturgemäß, dass die Wertpapiere weiterhin handelbar waren und somit eine Veräußerung überhaupt erst möglich war.

---

sich jedoch nicht auf § 12 WpÜG übertragen, da hieraus nur der Ersterwerber berechtigt sein kann, vgl. oben 2. Teil C.II.3.c), S. 151. Sie ist aber auch im Rahmen der Verkaufsprospekthaftung nicht stichhaltig, da sich zwar die Anzahl der Anspruchsteller erhöhen kann, falls der weitere Kursverlust auf der Prospektfehlerhaftigkeit beruht, wegen der Beschränkung des Anspruchs auf die Differenz zwischen Erwerbs- und Ausgabepreis der zu leistende Schadensersatz der Höhe nach insgesamt aber nicht ansteigen kann. Vgl. auch OLG Düsseldorf WM 1996, 1366, 1371.

[615] Siehe oben 2. Teil C.V.6, S. 177.

[616] Im Ergebnis wie hier *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 29.

[617] BGH NJW 1951, 797; *Heinrichs* in Palandt BGB § 254 Rn. 32.

[618] So aber *Sittmann* NZG 1998, 490 495; ablehnend *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 66 (dort Fn. 133).

[619] Im Ergebnis wie hier *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG n.F. Rn. 63.

Nimmt der Anspruchsberechtigte eine Veräußerung der Wertpapiere vor, so darf er diese nicht unter dem Verkehrswert tätigen, soweit dieser problemlos zu realisieren ist. So darf er z.B. die Wertpapiere nicht unter dem Börsenkurs veräußern, wenn ein solcher für die betreffenden Wertpapiere gebildet wird.[620]

Spiegelbildlich zu der dargestellten Pflicht zur Veräußerung kann der Anspruchsberechtigte im Rahmen der Schadensminderungspflicht gehalten sein, die Wertpapiere nicht zu veräußern, wenn kurzfristig eine Werterholung zu erwarten ist. Für die Absehbarkeit gelten die oben dargestellten Grundsätze zur Veräußerungsverpflichtung entsprechend.

*ff) Keine Schadensausgleichskappung analog § 44 Abs. 1 Satz 1 a.E., Abs. 2 Satz 1BörsG*

§ 43 Abs. 1 Satz 1 a.E., Abs. 2 Satz 1 begrenzt Erstattungsansprüche bei fehlerhaften Börsenzulassungs- oder Verkaufsprospekten bzw. Unternehmensberichten nach oben hin auf den ursprünglichen Ausgabepreis der Wertpapiere. Fraglich ist, ob diese Schadensausgleichskappung auf Ansprüche aus § 12 WpÜG übertragen werden muss, um den bereits erörterten Gleichlauf der Rechtsfolgen beider Normen vollends herzustellen. Der Begrenzung auf den Ausgabepreis entspräche eine Begrenzung auf den Wert der Wertpapiere der Zielgesellschaft, da diese den Preis darstellen, zu dem der Anspruchsberechtigte die ihm zum Tausch angebotenen Wertpapiere erworben hat.

Sinn der börsengesetzlichen Regelung ist es, dass potenzielle Haftungsverpflichtete nicht das Risiko tragen müssen, dass zwischen Ausgabe des Wertpapiers und Schadenseinritt eingetretene erhebliche Wertsteigerungen der Wertpapiere ausgeglichen werden müssen. Dies wäre aber der Fall, wenn sie dem Anspruchsteller den von diesem gezahlten Erwerbspreis in voller Höhe zurückerstatten müssten und die Wertpapiere zu einem Zeitpunkt erworben wurden, in dem dieser den Ausgabepreis weit überstieg.

Diese Überlegungen zeigen, dass die Schadensausgleichskappung nur dann zum Zuge kommt, wenn der Anspruchsteller nicht gleichzeitig derjenige ist, der die Aktien im Zeitpunkt der Neuemission erworben hat (Ersterwerber). Denn dieser muss ja nur den Ausgabepreis

---

[620] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 29; vgl. auch *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 65; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 63.

bezahlen. § 12 WpÜG gewährt aber nach seinem eindeutigen Wortlaut nur den Ersterwerbern der als Gegenleistung angebotenen Tauschwertpapiere einen Haftungsanspruch, so dass es kein Bedürfnis für eine Kappungsgrenze gibt.[621] Zweiterwerber der Wertpapiere können nämlich nicht das Angebot des Bieters im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG angenommen haben.[622]

*gg) Kollision mit aktienrechtlichen Vorschriften zur Einlagenrückgewähr und zum Rückerwerb eigener Aktien*

Sofern der Bieter bei einem öffentlichen Tauschangebot eigene Aktien als Gegenleistung anbietet, stellt sich im Rahmen einer Schadensabwicklung die Frage nach dem Verhältnis von § 12 WpÜG zu aktienrechtlichen Vorschriften. Da nach der hier vertretenen Auffassung der Schadensersatzanspruch auf eine dem Wert der hingegebenen Wertpapiere entsprechenden Geldleistung Zug-um-Zug gegen Rückübertragung der erhaltenen Bieteraktien gerichtet ist, ist eine Kollision mit dem aktienrechtlichen Verbot des Rückerwerbs eigener Aktien gem. § 71 AktG zu prüfen. Gleichzeitig könnte in der dargestellten Form der Schadensabwicklung eine gem. § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG verbotene Einlagenrückgewähr zu sehen sein.[623]

(1) Verbot des Rückerwerbs eigener Aktien gem. § 71 Abs. 1 AktG

Ist der Bieter als Haftungsverpflichteter zur Rücknahme eigener Aktien gegen Erstattung des Werts der erhaltenen Wertpapiere der Zielgesellschaft verpflichtet,[624] so wäre die Durchführung einer solchen Transaktion wirtschaftlich von einem Rückerwerb eigener Aktien im Sinne des § 71 Abs. 1 AktG nicht zu unterscheiden. Aus rechtlicher Sicht erfolgt der Rückerwerb der Aktien allerdings auf Grund einer gesetzlichen Verpflichtung – nämlich aus § 12 WpÜG i.V.m. §§ 249ff. BGB – und nicht wie im „klassischen“ Fall freiwillig auf Grund eines Rechtsgeschäfts. Zwar deutet die Vorschrift des § 71a AktG (Umgehungsgeschäfte) darauf hin, dass von dem Verbot in erster Linie rechtsgeschäftliche Rückerwerbe umfasst sein sollen.

---

[621] Dies übersehen *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 47, allerdings in anderem rechtlichen Zusammenhang.
[622] Vgl. oben 2. Teil C.II.3.c), S. 151.
[623] Umfassend zu diesem Themenkomplex siehe *Gebauer*, Börsenprospekthaftung und Kapitalerhaltungsgrundsatz in der Aktiengesellschaft, 1999.
[624] Die Problematik stellt sich auch dann, wenn als Bieter eine reine Erwerbsgesellschaft fungiert, weil auch diese gem. § 71d Satz 2 AktG keine Aktien ihrer Muttergesellschaft erwerben darf. Im Übrigen bleibt die selbständige Haftung der Muttergesellschaft gem. § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG als Veranlassende bestehen, wenn man sie nicht ohnehin als Bieter im materiellen Sinne ansieht, siehe dazu oben 2. Teil C.I.2.c)aa), S. 138.

Dennoch zeigt z.B. § 71 Abs. 1 Nr. 5 AktG, der Erwerbe im Wege der Gesamtrechtsnachfolge von dem Verbot ausnimmt, dass auch unfreiwillige Rückerwerbe nach Ansicht des Gesetzgebers einer Ausnahme bedürfen.[625]

Als Ausnahme käme § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG in Betracht, wonach der Rückerwerb eigener Aktien zum Zwecke der Abfindung von Aktionären zulässig ist. Diese Regelung ist zugeschnitten auf § 305 Abs. 2 Nrn. 1 und 2 AktG, wenn im Falle des Abschlusses eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrags den Aktionären der belasteten AG eigene Aktien der begünstigten AG angeboten werden müssen.[626] Die gesetzliche Verpflichtung bezieht sich dabei aber auf die Ausgabe der Aktien; die gesetzliche Befreiung vom Verbot hingegen auf den vorgelagerten, eventuell notwendigen Erwerb.[627] Schon aus diesem Grund passt § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG nicht auf die hier diskutierten Sachverhalte, wo es um die schadensersatzrechtliche Verpflichtung zum Rückerwerb geht. Im Übrigen ist die Rücknahme eigener Aktien im Rahmen des § 12 Abs. 1 WpÜG nicht als Abfindung der Anspruchsberechtigten, sondern als Erfüllung eines Schadensersatzanspruchs anzusehen.

Da es an einer ausdrücklichen entsprechenden Ausnahme für Rückerwerbe eigener Aktien auf Grund gesetzlicher Verpflichtung fehlt, kommt es im Rahmen der Schadensabwicklung zu einer Kollision von § 12 WpÜG mit § 71 Abs. 1 AktG. Diese Kollision ließe sich durch die Annahme einer ungeschriebenen Ausnahme auflösen. Europarechtliche Bedenken stünden einer solchen Lösung nicht entgegen, da die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie[628] (Kapitalrichtlinie) gem. deren Art. 20 Abs. 2 lit. d) 1. Alt. ausdrücklich die Möglichkeit vorsieht, den Rückerwerb eigener Aktien auf Grund einer gesetzlichen Verpflichtung von dem grundsätzlichen Verbot auszunehmen. Allerdings hat der Gesetzgeber von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch gemacht.

Im Zusammenhang mit der börsenrechtlichen Parallelproblematik – die schon vor der Novellierung der Börsenprospekthaftung zum 01. April 1998 bestand – hat das Reichsgericht

---

[625] Als Beispiel sei hier der Erwerb eigener Aktien durch testamentarische Zuwendung im Wege der Gesamtrechtsnachfolge gem. § 1922 BGB erwähnt, vgl. *Hüffer* AktG § 71 Rn. 18.
[626] Vgl. *Hüffer* AktG § 71 Rn. 14.
[627] So können die Pflichten aus § 305 Abs. 2 AktG auch durch eine Kapitalerhöhung erfüllt werden.
[628] Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie vom 13.12.1976 77/91/EWG, ABl. EG NR. L 26 vom 31.1.1977, S. 1.

in seiner Entscheidung aus dem Jahre 1909[629] den Normenkonflikt durch eine Differenzierung nach der Art des Rechtsgeschäfts, auf Grund dessen die Wertpapiere vom Anspruchsberechtigten erworben wurden, vorgenommen. Unterschieden wurde dabei zwischen Zeichnungs- und Umsatzerwerb:[630] Nur diejenigen Wertpapierinhaber, die die Aktien nicht im Wege der Zeichnung junger Aktien direkt vom Haftungsverpflichteten erworben hatten, konnten danach die Rücknahme ihrer Wertpapiere im Wege eines Prospekthaftungsanspruchs verlangen. Bei Tauschangeboten nach dem WpÜG, bei denen Aktien des Bieters als Gegenleistung angeboten werden, werden diese aber regelmäßig aus einer Kapitalerhöhung stammen, so dass die Annahme des Angebots als Zeichnung junger Aktien anzusehen ist. Ebenso wird man die Finanzierung des Angebots durch Ausgabe zulässig im Eigenbestand gehaltener Aktien oder im Wege der Aktienleihe gleichfalls eher als Zeichnungs- denn als Umsatzgeschäft ansehen müssen. Die Auffassung des Reichsgerichts würde daher in letzter Konsequenz Ansprüche aus § 12 WpÜG stets vereiteln. Überdies ist es sachlich kaum nachvollziehbar, warum die Zulässigkeit des Rückerwerbs eigener Aktien von der Art des Geschäfts abhängig sein soll, durch das der Inhaber der zurückzunehmenden Aktien diese ursprünglich erworben hatte.[631]

Der Normenkonflikt lässt sich richtiger Weise nur lösen, indem einer der beiden kollidierenden Vorschriften der Vorrang eingeräumt wird. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass es sich bei § 12 WpÜG um die jüngere Vorschrift handelt.[632] Hinzu kommt, dass § 12 WpÜG den spezielleren Sachverhalt (mit-)regelt: Es geht hier um den Rückerwerb eigener Aktien auf Grund einer gesetzlichen Verpflichtung zum Schadensersatz in Fällen eines vorhergehenden öffentlichen Tauschangebots.[633] Demgegenüber regelt § 71 AktG jegliche Vermögensverschiebung zwischen der Aktiengesellschaft und ihrem Aktionär, bei der Aktien zurückübereignet werden sollen.[634] Im übergeordneten Sinne geht es bei der hier behandelten rechtlichen

---

[629] RGZ 71, 97, 100f.; seinerzeit war das Verbot des Rückerwerbs eigener Aktien noch im HGB geregelt. Die Entscheidung wurde bestätigt in RGZ 88, 271.
[630] Der Differenzierung zustimmend *Schwark* BörsG §§ 45,46 Rn. 8.
[631] In diesem Sinne auch *Schwark*, FS Raisch, S. 275f.; ihm folgend *Hüffer* AktG § 57 Rn. 3.
[632] Aus diesem Grund greift das Argument von *Lutter* in KölnKomm AktG § 71 Rn. 69, § 71 AktG würde als *lex posterior* §§ 44ff. BörsG verdrängen, jedenfalls nicht gegenüber § 12 WpÜG. Im Übrigen ist es angesichts der Neuregelung der Börsenprospekthaftung durch das 3. FFG auch kaum noch haltbar. Schon vor Inkrafttreten des 3. FFG gegen *Lutter* a.a.O. argumentierend *Schwark*, FS Raisch, S. 274.
[633] Ebenso für die börsenrechtliche Parallelproblematik Begr. 3. FFG BT-Drucks. 13/8933, S. 78; LG Frankfurt a.M. WM 1998, 1181, 1185f.; *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 103; *Groß* AG 1999, 199, 208; *Krämer/Baudisch* WM 1998, 1161, 1164; im Ergebnis auch *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 48.
[634] *Groß* AG 1999, 199, 208.

Kollisionsfrage um die Frage, ob in den zugrunde liegenden Sachverhalten der der Kapitalerhaltung und damit dem Gläubigerschutz dienenden aktienrechtlichen Regelung oder der dem Anlegerschutz dienenden Angebotsunterlagenhaftung Vorrang einzuräumen ist.[635] In Anbetracht des vom Gesetzgeber in erster Linie mit dem Erlass des WpÜG bezweckten Anlegerschutzes spricht alles dafür, Letzteren vorzuziehen.[636] Insbesondere darf nicht übersehen werden, dass Anspruchsberechtigte aus der Angebotsunterlagenhaftung letztlich auch als Gläubiger der Bieter-AG angesehen werden können und daher der Anlegerschutz auch eine Gläubigerschutzkomponente hat.

Führt der zulässige Rückerwerb eigener Aktien in Folge eines Schadensausgleichs dazu, dass der Bieter mehr als zehn Prozent des Grundkapitals an sich selbst hält, so ist er gem. § 71c Abs. 2 AktG verpflichtet, den diese Grenze übersteigenden Anteil innerhalb von drei Jahren wieder zu veräußern.[637] § 12 WpÜG gebietet nicht, auch diese Vorschrift als verdrängt anzusehen. Vielmehr kann durch die Veräußerungspflicht dem von § 71ff. AktG verfolgten Schutzzweck der Kapitalerhaltung im Nachhinein Genüge getan werden. Dabei sollte der zur Verfügung stehende Zeitrahmen von drei Jahren nur als äußerste Grenze angesehen werden, weil es regelmäßig keinen wichtigen Grund geben wird, die Aktien weiter zu halten. Alternativ zur Veräußerung können die Aktien nach einem entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss des Bieters auch im Wege der Kapitalherabsetzung gem. § 237ff. AktG eingezogen werden.

(2) Verbot der Einlagenrückgewähr gem. § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG

Die Überlegungen zum Konflikt mit dem Verbot des Rückerwerbs eigener Aktien gelten gleichermaßen für das Verbot der Einlagenrückgewähr gem. § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG. Auch insoweit ist § 12 WpÜG als verdrängende Spezialvorschrift anzusehen. Dogmatisch lässt sich die Nichtgeltung von § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG mit der Regelung in dessen Satz 2 begründen: Danach ist die Einlagenrückgewähr zulässig, wenn auch ein Rückerwerb eigener Aktien zulässig wäre.

---

[635] So auch *Schwark*, FS Raisch, S. 279.
[636] Im Ergebnis wie hier *Gebauer* a.a.O. (Fn. 623), S. 219; *Groß* AG 1999, 199, 208.
[637] Ebenso *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 48.

### *hh) Entgangener Gewinn*

§ 252 Satz 1 BGB stellt klar, dass auch solche Vermögensvorteile zu ersetzen sind, die dem Anspruchsberechtigten ohne das schädigende Ereignis zugeflossen wären (entgangener Gewinn).[638] Bei der Bestimmung des entgangenen Gewinns im Kontext zu § 12 WpÜG sind zwei hypothetische Annahmen notwendig: Zum einen ist wie bei der Feststellung eines Vermögensschadens zu klären, wie der Anspruchsberechtigte bezüglich der Angebotsannahme entschieden hätte, wenn er die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage gekannt hätte. Zum anderen kommt es darauf an, wie er im Falle einer abweichenden Entscheidung über das Angebot mit seiner Vermögensanlage weiter verfahren wäre.

Hat der Bieter im Rahmen seines Übernahmeangebots alternative Gegenleistungen in Form von Bargeld und Tauschpapieren angeboten und hätte der Anspruchsberechtigte bei Kenntnis der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage Bargeld anstatt der Tauschpapiere angenommen, so kann er entgangenen Gewinn als Schadensersatz geltend machen, wenn er das hypothetisch erlangte Geld zinsbringend angelegt hätte. Sein Schaden ist dann die entgangene Rendite, die er bei der Andersentscheidung erzielt hätte.

Hätte der Anspruchsberechtigte – vor allem bei reinen Tauschangeboten – das Angebot des Bieters überhaupt nicht angenommen, so bestünde sein entgangener Gewinn in der Rendite, die er mit den behaltenen Wertpapieren der Zielgesellschaft erzielt hätte. Dies würde allerdings zu einer weiteren Partizipation an der Wertentwicklung der Wertpapiere der Zielgesellschaft führen, die jedoch nicht gerechtfertigt und in den meisten Fällen finanziell ohnehin nachteilig ist.[639] Er ist daher so zu stellen, als hätte er die Wertpapiere nicht eingetauscht, sondern über die Börse veräußert und kann als entgangenen Gewinn dann die Rendite geltend machen, die er mit einer Neuanlage erzielt hätte.

---

[638] BGH NJW-RR 1989, 981; zur deklaratorischen Funktion des § 252 Satz 1 BGB vgl. *Heinrichs* in Palandt BGB § 252 Rn. 1. Vgl. auch *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 101; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 146. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG n.F. Rn. 59 offenbar die Ersatzfähigkeit des entgangenen Gewinns nach der Novellierung der Börsenprospekthaftung zum 01. April 1998 implizit weiterhin annimmt, obgleich die Normen nicht mehr auf einen Schaden abstellen. Nach *Hamann* a.a.O. handelt es sich aber um einen modifizierten Schadensersatzanspruch, auf den §§ 249ff. BGB anwendbar sind und damit auch § 252 BGB, auch wenn er dies nicht explizit erwähnt.

[639] Siehe dazu oben 2. Teil C.VI.3.b), S. 189ff.

Grundsätzlich ist der Anspruchsberechtigte darlegungs- und beweispflichtig in Hinblick auf den ihm entgangenen Gewinn:[640] Deshalb muss er zur Überzeugung des Gerichts (vgl. § 286 ZPO) darlegen, dass er eine alternative Geldanlage konkret ins Auge gefasst hatte und auf Grund der tatsächlichen Wertentwicklung der Vermögensanlage eine bestimmte Rendite erzielt hätte. Kann er den Nachweis nicht führen, so hilft ihm die Beweiserleichterung[641] aus § 252 Satz 2 BGB: Danach wird vermutet, dass derjenige Gewinn entgangen ist, der nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge mit Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte. In der Rechtsprechung zu anderen Prospekthaftungstatbeständen hat der BGH einen entgangenen Gewinn in der Höhe eines allgemein üblichen Zinssatzes zuerkannt.[642] Dem dürfte grundsätzlich zuzustimmen sein,[643] wobei das Merkmal des „allgemein üblichen" Zinssatzes näher zu konkretisieren ist.[644] Hierbei kann auf die individuellen Verhältnisse des Anspruchsberechtigten abgestellt werden: Ist dieser bspw. regelmäßig mit erheblichem Kapital in der Vermögensanlage involviert gewesen, so dürfte als allgemein üblich ein Zinssatz angenommen werden, wie er mit Festgeldern erwirtschaftet wird.[645] Kleinanleger, die ihre Vermögensanlage zur Altersvorsorge nutzen wollen, dürften demgegenüber als entgangenen Gewinn regelmäßig den Zinnsatz von Rentenpapieren oder Bundesanleihen geltend machen können, da in solchen Fällen grundsätzlich davon ausgegangen werden kann, dass zur Altersvorsorge eine risikoarme Anlage gewählt worden wäre.[646] Im Zusammenhang mit Schäden aus im Rahmen von Angeboten nach dem WpÜG erworbenen Wertpapieren kann Anhaltspunkt für den entgangenen Gewinn auch die Qualität der hingegebenen Wertpapiere sein: Handelte es sich bei diesen bspw. um Aktien eines DAX-Unternehmens (*blue chips*), so wird man als entgangenen Gewinn die Rendite aus vergleichbaren Papieren annehmen können.

---

[640] LG Düsseldorf ZIP 1982, 1184, 1187; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 146; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 38.
[641] *Heinrichs* in Palandt BGB § 252 Rn. 2.
[642] BGH WM 1974, 128, 129; BGH WM 1980, 85; BGH WM 1992, 143, 144 = WuB I G 9.4.92 mit Anm. *Medicus*.
[643] Vgl. z.B. *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 101.
[644] Vgl. *Medicus* WuB I G 9.-4.92.
[645] Vgl. LG Düsseldorf WM 1982, 1212, 1217; OLG Köln WM 1997, 570, 574.
[646] Anders wohl *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 146, dem aber darin Recht zu geben ist, dass nicht „ohne weiteres" eine alternative Anlage in sicheren Bundesobligationen anzunehmen ist. Bei dem altersvorsorgenden Kleinanleger dürfte dieser Einwand aber überwunden werden.

*ii) Ersatz von Nebenkosten*

Der Anspruchsberechtigte kann den Ersatz sämtlicher ihm entstandener Nebenkosten geltend machen, wenn diese bei Kenntnis der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage nicht entstanden wären. In dem oben dargestellten Fall der Andersentscheidung bei alternativen Bar- und Tauschangeboten kommt eine Kostenerstattung nur dann in Betracht, wenn die Andersannahme geringere Kosten verursacht hätte. Hätte der Anspruchsberechtigte das Angebot überhaupt nicht angenommen, so bekommt er sämtliche Kosten ersetzt, auch wenn die Transaktion bezüglich der Wertpapiere der Zielgesellschaft nicht rückabzuwickeln ist. Die Argumente für den Grundsatz „Geldersatz statt Rückübertragung“[647] erfordern es nämlich nicht, den Anspruchsberechtigten mit den Nebenkosten zu belasten.

Zu den Nebenkosten gehören in erster Linie die im Rahmen der Annahme und der Abwicklung des Angebots (tatsächlich) angefallenen Transaktionskosten. Anders als § 44 Abs. 1 Satz 1 BörsG ist der Anspruch aus § 12 WpÜG nicht auf den Ersatz der „üblichen“ Nebenkosten begrenzt. Erstattungsfähig sind damit auch ungewöhnlich hohe Transaktionskosten, die ein Anspruchsberechtigter aufwenden musste. Nicht ersatzfähig wäre demgegenüber eine eventuell im Zuge der Veräußerung der Wertpapiere der Zielgesellschaft angefallene Spekulationssteuer (§ 23 EStG). Denn der Anspruchsberechtigte wird im Rahmen von § 12 WpÜG wirtschaftlich so gestellt, als hätte er die Wertpapiere der Zielgesellschaft gegen Bargeld veräußert.

## VII. Verbot antizipierter Haftungsbeschränkungen

§ 12 Abs. 5 WpÜG untersagt Vereinbarungen, durch die der Schadensersatzanspruch im Voraus erlassen oder ermäßigt wird. Eine vergleichbare Norm fand sich schon in § 48 Abs. 1 BörsG in der Fassung vor dem 01. April 1998. Zwar enthielt diese Vorschrift das einschränkende Tatbestandsmerkmal „im Voraus“ noch nicht, doch wurde sie schon damals entsprechend ausgelegt.[648] Im Zuge der Novellierung des § 48 Abs. 1 BörsG (jetzt § 47 Abs. 1 BörsG) durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz wurden die klarstellenden Worte eingefügt und die seitdem bestehende Formulierung beim Erlass des WpÜG in § 12 Abs. 5

[647] Siehe oben 2. Teil C.VI.4.b)aa)(2), S. 198ff.
[648] Vgl. nur *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 105.

übernommen. Im Umkehrschluss aus den Worten „im Voraus“ ist es zulässig, nach der Entstehung eines Anspruchs hierüber im Zuge von Vereinbarungen, Vergleichen oder sonst wie zu verfügen.[649]

§ 12 Abs. 5 WpÜG bezweckt den Schutz der potenziell Anspruchsberechtigten, also der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft. Sie sollen sich nicht in Unkenntnis eines bevorstehenden Schadens ihrer Ansprüche begeben. Der Gesetzgeber hat dabei ähnlich wie im Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen ein wirtschaftliches Ungleichgewicht der Vertragsparteien vor Augen. Dieses Ungleichgewicht liegt im Wesen der Angebote nach dem WpÜG begründet, bei dem dem Bieter als finanzkräftigem Investor viele einzelne Wertpapierinhaber ohne kollektive Absprachemöglichkeit gegenüber stehen. Hinzu kommt, dass der Bieter die Vertragskonditionen bei der Erstellung der Angebotsunterlage einseitig vorgibt und die angesprochenen Aktionäre der Zielgesellschaft keinerlei Einfluss auf die Ausgestaltung des zustande kommenden Wertpapiererwerbsvertrags haben. Gleichzeitig fehlt ihnen die Möglichkeit, in der Kürze der zur Verfügung stehenden Zeit eine kollektive und ebenbürtige Verhandlungsposition aufzubauen. § 12 Abs. 5 WpÜG soll nun verhindern, dass der Bieter die ihm günstige Verhandlungsposition ausnutzt, um Ansprüche aus § 12 WpÜG und damit jegliches Haftungsrisiko von vorneherein durch eine bestimmte Ausgestaltung der Vertragskonditionen auszuschließen.

In Anbetracht dieses Schutzzwecks stellt sich die Frage, ob der Wortlaut des § 12 Abs. 5 WpÜG nicht zu eng geraten ist, wenn dort nur zweiseitige Rechtsgeschäfte wie der Erlassvertrag und der – im BGB nicht explizit geregelte – Ermäßigungsvertrag ausgeschlossen werden. Dieses Verbot ließe sich leicht etwa durch die Aufnahme eines einseitigen Anspruchsverzichts seitens des annehmenden Wertpapierinhabers umgehen. Um den Schutzzweck aber nicht leer laufen zu lassen, wird man auch ein Verbot von sonstigen Regelungen oder Vereinbarungen mit erlass- bzw. ermäßigungsgleichen Wirkungen annehmen müssen. Möglich ist dies, wenn man die Tatbestandsmerkmale „Vereinbarung“ und „Erlass“ nicht als *termini technici* versteht. Gleichzeitig zeigt die schon vom historischen Gesetzgeber gewählte Formulierung „ermäßigt oder erlassen“ mit der Verknüpfung eines technischen mit einem

[649] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43; *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 48.

untechnischen Begriff, dass das Verbot weit reichen sollte. Die Norm ist daher als umfassendes Verbot antizipierter Haftungsbeschränkungen anzusehen.

Unzulässig und damit unwirksam sind demzufolge sämtliche Klauseln und Vereinbarungen in oder außerhalb der Angebotsunterlage, die zu einer Beschränkung der Haftung aus § 12 WpÜG zu Lasten der annehmenden Aktionäre führen oder auch nur führen können. Dabei ist es unerheblich, ob die Beschränkung den Anspruch dem Grunde oder nur der Höhe nach negativ beeinflussen würde. Zu den unzulässigen Klauseln zählen vor allem so genannte Freizeichnungsklauseln,[650] wobei offen gelassen werden kann, wie diese rechtlich zu charakterisieren sind.

Zu den unzulässigen Klauseln zählen auch die im *as-tendered*-Handel verbreiteten abstrakten Abtretungsklauseln in der Angebotsunterlage.[651] Hierbei wird dem annehmenden Wertpapierinhaber ermöglicht, trotz Annahme des Angebots seine Aktien der Zielgesellschaft weiter über die Börse zu veräußern, wobei die Aktien gewissermaßen als an den Bieter eingereicht gekennzeichnet und belastet sind. Im Zuge dieser nach deutschem Recht äußerst fragwürdigen Praxis tritt der annehmende Wertpapierinhaber seine Ansprüche aus dem Vertag mit dem Bieter im Voraus an einen potenziellen Erwerber im *as-tendered*-Handel ab. Dieser kann aber keine Ansprüche aus § 12 Abs. 1 WpÜG haben, da eventuelle ihm entstehende Schäden nicht auf Grund der Annahme des Angebots des Bieters entstanden sind. Die Vorausabtretung würde daher zu einem Untergang des Anspruchs aus § 12 WpÜG führen,[652] was mit Sinn und Zweck des § 12 Abs. 5 WpÜG im Sinne einer umfassenden Verhinderung antizipierter Haftungsbeschränkungen nicht zu vereinbaren und deshalb unzulässig ist. Mangels einer geltungserhaltenden Reduktion müssen in der Abtretungserklärung Ansprüche aus § 12 WpÜG explizit ausgenommen werden.

## VIII. Verjährung

Die Verjährungsregelung in § 12 Abs. 4 WpÜG ist im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens geändert worden. Während im Diskussionsentwurf noch eine (relative) Verjährungsfrist von

---

[650] Vgl. *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 36.
[651] Siehe dazu schon oben 2. Teil C.II.3.b), S. 150ff.
[652] Ausführlich zu dieser Wirkung siehe oben 2. Teil C.II.3.b), S. 150ff.

einem halben Jahr ab Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage vorgesehen war, ist diese schon im Regierungsentwurf unter Hinweis auf die Komplexität der einer Haftung zugrunde liegenden Sachverhalte auf ein Jahr verlängert worden.[653] Der Gesetzgeber ist dabei der in der Literatur geäußerten Kritik[654] entgegen gekommen und hat im Zuge des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes im Anschluss daran auch die Verjährung der Ansprüche aus der Börsenprospekthaftung an § 12 Abs. 4 WpÜG angepasst.

### 1. Relative Verjährung

Der Lauf der relativen Verjährungsfrist beginnt an dem Tag, der dem Tag des Erlangens der Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage folgt und beträgt ein Jahr. Für die Fristberechnung gelten die §§ 187ff. BGB. Da das Gesetz ausdrücklich auf die positive Kenntnis abstellt, genügt es nicht, wenn der Anspruchsberechtigte Kenntnis hätte haben müssen.[655] Nach den im Rahmen des § 819 Abs. 1 BGB entwickelten Grundsätzen hat auch derjenige Kenntnis von Tatsachen, der sich deren Wahrnehmung und sich den daraus ergebenden Rechtsfolgen bewusst verschließt.[656] So beginnt der Lauf der relativen Verjährungsfrist bspw. schon dann, wenn die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage und daraus resultierende Wertverluste in der Presse oder in sonstigen Medien über einen längeren Zeitraum öffentlich diskutiert wurden.

### 2. Absolute Verjährung

Die Verjährungsfrist endet spätestens in drei Jahren nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Hiermit ist der sich aus § 14 Abs. 3 WpÜG ergebende Zeitpunkt gemeint. Da sich die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage aber auch noch während des Annahmeverfahrens ergeben kann,[657] ist dieser Zeitpunkt unglücklich gewählt. Besser wäre es gewesen, auf die Schlussveröffentlichung des Angebotsergebnisses unverzüglich nach Ablauf der Annahmefrist gem. § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG abzustellen: Denn die Fehlerhaftigkeit der

---

[653] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 43. Diesem Anliegen zustimmend *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 47.
[654] Siehe etwa *Hopt* ZGR 2002, 333, 353, *ders.* in FS Drobnig, S. 532.
[655] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 39; vgl. auch *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 68; *Hamann* in Schäfer § 47 BörsG n.F. Rn. 2.
[656] BGHZ 32, 76, 92; *Thomas* in Palandt BGB § 819 Rn. 3.
[657] Siehe dazu oben 2. Teil C.III.1.e), S. 158ff.

Angebotsunterlage muss nicht bereits zum Zeitpunkt von deren Veröffentlichung gegeben sein, sondern kann sich auch es nachträglich während des Laufs der Annahmefrist ergeben. Denkbar ist z.B. eine nachträgliche Fehlerhaftigkeit durch eine Falschberichtigung oder eine unterlassene Aktualisierung.[658]

## D. Anwendbarkeit der Angebotsunterlagenhaftung bei grenzüberschreitenden Angeboten

Angesichts der Globalisierung der Kapitalmärkte werden an Angebotsverfahren nach dem WpÜG vielfach Personen oder Personengemeinschaften aus unterschiedlichen Staaten beteiligt sein. Dies betrifft vor allem die Seite der angesprochenen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft: Je größer deren Börsenkapitalisierung und je größer der Anteil der Aktien, die sich im *free float* befinden, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass Anleger ihren Sitz im Ausland haben. Ebenso können der Bieter, die mit ihm gemeinsam handelnden Personen sowie Berater oder angebotsbegleitende Banken ihren Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland haben. Denkbar ist daher ohne weiteres der Abschluss von Wertpapiererwerbsverträgen im Zuge eines grenzüberschreitenden Angebots, ohne dass eine der beiden Vertragsparteien in Deutschland ansässig sein muss. Im Folgenden soll untersucht werden, welche Voraussetzungen gegeben sein müssen, damit § 12 WpÜG als deutsche sachrechtliche Norm überhaupt Anwendung findet.

### I. Internationale Implikationen des sachlichen Anwendungsbereichs des WpÜG

Aus § 1 i.V.m. § 2 Abs. 3 WpÜG ergibt sich, dass der sachliche Anwendungsbereich des Gesetzes nur dann eröffnet ist, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um eine Aktiengesellschaft bzw. Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz in Deutschland handelt. Gemeint ist dabei der statutarische Sitz im Sinne des § 5 AktG.[659] §§ 1, 2 Abs. 3 WpÜG gelten unabhängig von einem eventuellen Auslandsbezug und enthalten darüber hinaus keine materielle Regelung für Fälle, in denen der sachliche Anwendungsbereich von Normen unterschiedlicher Rechtsord-

[658] Zur Aktualisierungspflicht siehe oben 2. Teil C.III.1.e)cc), S. 160f., zur Berichtigung oben 2. Teil C.V.6.d), S. 179ff.
[659] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 1 Rn. 23, § 2 Rn. 7.

nungen nebeneinander eröffnet ist. Die Normen sind daher weder dem Internationalen Privatrecht zuzuordnen noch können sie als Kollisionsrecht angesehen werden.[660]

Gleichwohl folgt aus §§ 1, 2 Abs. 3 WpÜG, dass das gesamte WpÜG und damit auch § 12 WpÜG auf sachrechtlicher Ebene unabhängig davon gelten, ob einer der beteiligten Personen ihren Sitz außerhalb Deutschlands hat, wenn nur der inländische Sitz der Zielgesellschaft gegeben ist. Mehr als der dem deutschen Privatrecht ohnehin immanente Grundsatz, dass dieses unabhängig von der Nationalität der betroffenen Personenkreise gleichermaßen gilt, lässt sich den Normen allerdings nicht entnehmen. Ihre internationale Bedeutung haben sie demgegenüber mehr im Bereich des öffentlichen Aufsichtsrechts, bei dem nationale Implikationen eine größere Rolle spielen.

## II. Internationales Privatrecht

Das deutsche internationale Privatrecht knüpft bei kollisionsrechtlichen Zuweisungen an die rechtsdogmatische Einordnung der infrage stehenden Rechtsnormen an. Diese, der eigentlichen kollisionsrechtlichen Prüfung vorangehende Frage wird nach der so genannten *lex fori* beantwortet.[661] Demzufolge ist zunächst nach deutschem Recht zu untersuchen, welchem Rechtsbereich die Angebotsunterlagenhaftung zuzuordnen ist, um anschließend anhand der hierfür maßgeblichen Kollisionsnorm zu ermitteln, in welchen Fällen nach der deutschen Rechtsordnung und damit nach § 12 Abs. 1 WpÜG etwaige Ansprüche bestehen können.

### 1. Deliktsstatut gem. Art. 40 EGBGB

Wie schon an anderer Stelle näher untersucht, ist die Angebotsunterlagenhaftung als Gefährdungshaftung eigener Art überwiegend dem Deliktsrecht zuzuordnen.[662] Für kollisionsrechtliche Fragen ist daher das in Art. 40 EGBGB niedergelegte Deliktsstatut maßgeblich. Nach Abs. 1 Satz 1 dieser Vorschrift unterliegen Ansprüche aus unerlaubter Handlung dem Recht des Staates, in dem der Ersatzpflichtige gehandelt hat. Alternativ dazu kann der Verletzte verlangen, dass das Recht desjenigen Staates zur Anwendung gelangt, in dessen Gebiet der

---

[660] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 1 Rn. 26ff.
[661] *Kegel* in Soergel BGB Vor Art. 3 EGBGB Rn. 116; *Kegel/Schurig* IPR, S. 287; *von Hoffmann* IPR, S. 201.
[662] Siehe oben 2. Teil A.IV, S. 110ff.

Erfolg eingetreten ist, Art. 40 Abs. 1 Satz 2 EGBGB.[663] Dieser gesetzlichen Systematik liegt das so genannte Tatortprinzip zugrunde. Der Begriff des Tatortes umfasst sowohl den Handlungs- als auch den Erfolgsort.

### *a) Handlungsort*

Handlungsort ist dabei derjenige Ort, an dem die maßgebliche Ursache für den Eintritt der Rechtsgutsverletzung gesetzt wurde.[664] Das Kriterium der Maßgeblichkeit bewirkt in diesem Zusammenhang, dass bloße Vorbereitungshandlungen nicht schon als Anknüpfungspunkt für das geltende Recht in Frage kommen. Als maßgebliche Handlungen kommen im Zusammenhang mit der Angebotsunterlagenhaftung sowohl die Erstellung als auch das Inverkehrbringen eines fehlerhaften Prospekts in Betracht. Während die letzte tatsächliche Handlung bei der Erstellung der Angebotsunterlage in der Regel am Sitz des Bieters erfolgen wird und insofern die dortige Rechtsordnung anwendbar wäre, ist es hinsichtlich der Veröffentlichung etwas komplizierter, die letzte maßgebliche Ursache zu bestimmen.

Für Presseerzeugnisse hat die Rechtsprechung als Handlungsort den Erscheinungsort angesehen.[665] Dem liegt die Erwägung zugrunde, dass die letzte tatsächliche Handlung in dem Transport des Erzeugnisses zur (geschädigten) Zielperson hin zu sehen ist. Die Angebotsunterlage ist allerdings sowohl in einem überregionalen Börsenpflichtblatt als auch im Internet zu veröffentlichen: Da es sich bei ersterem Medium um eine Zeitung handeln muss, die in Deutschland erscheint, ist deutsches Recht stets anwendbar bei Angeboten nach dem WpÜG.

Bei dem Medium Internet fehlt es aber an einem vergleichbaren Transport zur Zielperson, da die betreffende Webseite von dem Interessierten auf dessen persönlichen Zielrechner heruntergeladen werden muss; mithin der Transport der Information schon von der Zielperson ausgeht. Die letzte tatsächliche Handlung, die der Ersatzpflichtige vornimmt, liegt in der Bereitstellung der Seiten auf einem Internetserver. Der Standort des Servers eignet sich aber schlecht dazu, als Anknüpfungspunkt für die Anwendbarkeit bestimmter nationaler Rechtsordnungen zu dienen. Da es für die Bereitstellung eines Internetangebots grundsätzlich

---

[663] Dieses Wahlrecht kann gem. Art. 40 Abs. 1 Satz 3 EGBGB im ersten Rechtszug bis zum Ende des ersten frühen Termins gem. § 275 ZPO bzw. des schriftlichen Vorverfahrens gem. § 276 ZPO ausgeübt werden.
[664] *Heldrich* in Palandt BGB Art. 40 EGBGB Rn. 3.
[665] BGH NJW 1996, 1128.

unerheblich ist, in welchem Land der Standort des Servers liegt, könnten die Anbieter auf diese Weise problemlos den Handlungsort an einen beliebigen Ort der Welt verlegen. Für die Bestimmung der relevanten Handlung ist vielmehr auf den Ort abzustellen, von dem aus das Angebot ins Netz eingespeist wurde.[666]

#### *b) Erfolgsort*

Der Erfolgsort liegt in demjenigen Land, indem der Schaden eingetreten ist. Da § 12 Abs. 1 WpÜG reine Vermögensschäden zum Gegenstand hat,[667] diese Schäden aber nur in einem Wertverlust erhaltener Wertpapiere bei Tauschangeboten entstehen können, ist als Erfolgsort derjenige Ort anzusehen, an dem die erhaltenen Wertpapiere zum Handel zugelassen sind oder an dem sie erworben wurden.[668] Beide Orte müssen nicht identisch sein.

### 2. Marktortstatut contra engere sachrechtliche Verbindung gem. Art. 41 Abs. 1 EGBGB

Die (reine) Anknüpfung an das Deliktsstatut und damit an Handlungs- und Erfolgsort kann dazu führen, dass mehrere Rechtsordnungen anwendbar sind. Nimmt man den gar nicht fern liegenden Fall, dass der Bieter in den USA sitzt, die Veröffentlichung der Angebotsunterlage in Deutschland erfolgt, der annehmende Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft wiederum aus der Schweiz stammt und die als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere an der *London Stock Exchange* gehandelt werden, so sind nach dem Deliktsstatut schon vier Rechtsordnungen prinzipiell anwendbar. Die damit einhergehende so genannte Statutenkumulierung wird im Rahmen der ähnlich gelagerten Frage bei der Börsenprospekthaftung als unbefriedigend empfunden, da sie unter anderem bspw. zu einem Nachteil derjenigen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft führen kann, die ihren Sitz im Sitzland des Bieters haben und insofern „nur“ eine Rechtsordnung gegen diesen ins Feld führen könnten.

---

[666] *Sack* WRP 2000, 269, 277; dies wird regelmäßig der Ort sein, an dem der Upload auf den Webserver erfolgte.
[667] Die Bestimmung des Erfolgsorts bei reinen Vermögensschäden erweist sich zumeist als äußerst schwierig, *Hohloch* in Erman BGB Art. 40 EGBGB Rn. 25.
[668] Vgl. zur Börsenprospekthaftung *Bischoff* AG 2002, 489, 492.

Um diese unerwünschte Statutenkumulierung zu vermeiden, wird im Rahmen der Börsenprospekthaftung die Anknüpfung an das so genannte Marktstatut favorisiert.[669] Diese kollisionsrechtliche Anknüpfung wurde ursprünglich für das Wettbewerbsrecht entwickelt und bis zur Novellierung des EGBGB dogmatisch dem Deliktstatut zugeordnet. Als Erfolgsort wurde insofern der Marktort angesehen. Im Zusammenhang mit Angeboten nach dem WpÜG bedarf es aber gar keiner Anknüpfung an das Marktortprinzip, wie folgende Erwägungen zeigen:

Art. 41 Abs. 1 EGBGB ermöglicht ausdrücklich eine von der allgemeinen Tatortregel abweichende kollisionsrechtliche Anknüpfung, wenn der zugrunde liegende Sachverhalt eine wesentlich engere Verbindung zu dem Recht eines bestimmten Staats aufweist. Die engere Verbindung kann sich sowohl aus tatsächlichen als auch aus rechtlichen Gründen ergeben.[670] Diese engere rechtliche Verbindung mit der Bundesrepublik Deutschland ist bei Angeboten nach dem WpÜG stets gegeben, wie schon die engen aufsichtsrechtlichen Regelungen zeigen. Der Sachzusammenhang zwischen Angeboten auf Aktien einer Zielgesellschaft mit Sitz in Deutschland, dem einzuhaltenden aufsichtsrechtlichen Verfahren vor der BAFin und den zuständigen inländischen Börsen rechtfertigt es, auch Fragen einer Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen kollisionsrechtlich immer dann dem deutschen Recht zuzuordnen, wenn der sachliche Anwendungsbereich der §§ 1,2 WpÜG eröffnet ist. Insofern kommt der sachrechtlichen Norm des § 2 Abs. 3 WpÜG, der auf den Sitz der Zielgesellschaft abstellt, mittelbar für die kollisionsrechtliche Anknüpfung doch noch Bedeutung zu.[671] Das Abstellen auf Art. 41 Abs. 1 EGBGB führt aber dazu, dass keine weiteren Rechtsordnungen anwendbar sind. Demzufolge sind keine nach anderen nationalen Rechtsordnungen möglicherweise gegebenen Ansprüche im Zusammenhang mit fehlerhaften Angebotsunterlagen von einem deutschen Gericht zu prüfen.[672]

Zu beachten ist, dass die Anknüpfung an das Marktstatut nicht zwingend zu denselben Ergebnissen führen wird. Denn der Markt, auf dem die Wertpapiere angeboten werden ist nicht stets der deutsche Markt, da das WpÜG auch dann gilt, wenn die Aktien der Zielgesellschaft und

---

[669] Vgl. *Bischoff* AG 2002, 489, 492ff.; *Hamann* in Schäfer §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 35; anders *Schütze* in Assmann/Schütze KapAnlR § 10 Rn. 22.
[670] *Heldrich* in Palandt BGB Art. 41 EGBGB Rn. 4.
[671] Vgl. oben 2. Teil D.I, S. 217f.
[672] Zur internationalen gerichtlichen Zuständigkeit siehe unten 2. Teil E.I, S. 222f.

auch die als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere ausschließlich an einem Markt innerhalb des Europäischer Wirtschaftsraums, aber außerhalb Deutschlands gehandelt werden. Hier zeigt sich die den Verfahren nach dem WpÜG eigentümliche Angebotsdichotomie,[673] die eine Anknüpfung an das Marktstatut schlecht berücksichtigen kann: Der relevante Markt für die angestrebte Unternehmensakquirierung als solche liegt stets in Deutschland, weil es sich um eine Zielgesellschaft mit Sitz im Inland handeln muss, während der einzelne Aktienerwerb nicht auf dem deutschen Markt erfolgen muss.

## E. Gerichtliche Zuständigkeit

Bei der Frage nach dem im konkreten Fall für Ansprüche aus der Angebotsunterlagenhaftung zuständigen Gericht ist nach der internationalen sowie nach der sachlichen und örtlichen Zuständigkeit zu differenzieren. Nur wenn alle drei Zuständigkeiten kumulativ gegeben sind, ist die Zuständigkeit des angerufenen Gerichts zu bejahen. Fehlt es an der sachlichen oder örtlichen Zuständigkeit, so kann diese gleichwohl durch ein rügeloses Einlassen zur Verhandlung in der Hauptsache begründet werden. Die funktionale Zuständigkeit der jeweiligen Spruchkammer ist demgegenüber nur ein Unterpunkt der sachlichen Zuständigkeit und keine Voraussetzung für den Erfolg einer Klage oder eines Antrags.

### I. International

Im deutschen Recht findet sich keine allgemeine gesetzliche Regelung zur Bestimmung der internationalen Zuständigkeit.[674] Existierende Einzelregelungen (z.B. in §§ 23a, 328 Abs. 1 Nr. 1, 606a ZPO) passen nicht in den Sachzusammenhang mit der Angebotsunterlagenhaftung. Auch wenn Fragen der internationalen von denjenigen der nationalen örtlichen Zuständigkeit zu unterscheiden sind,[675] ist anerkannt, dass die Bestimmungen zu Letzterer als Hinweis auf eine deutsche internationale Zuständigkeit angesehen werden können.[676] Dabei ist die einzelnen Zuständigkeitsnorm daraufhin zu untersuchen, ob sie funktional auf die Begrün-

[673] Dazu schon oben 1. Teil B.III.1.a), S. 28ff.
[674] Grundlegend zu Fragen der internationalen Zuständigkeit BGH ZZP 112, 100.
[675] Die internationale Zuständigkeit ist daher vorrangig zu prüfen, BGH VersR 1983, 282.
[676] Sog. Doppelfunktion der Gerichtsstandsregeln, vgl. *Hartmann* in Baumbach/Lauterbach/Albers/Hartmann ZPO Übers § 12 Rn. 6.

dung eines Gerichtsstands im Inland gerichtet ist.[677] Die internationale Zuständigkeit ist daher stets gegeben, wenn der in Anspruch genommene Haftungsverpflichtete seinen allgemeinen Gerichtsstand im Inland hat,[678] weil §§ 12, 13 ZPO ausdrücklich auf den geographischen Bezug abstellen. Entsprechendes gilt für die spezielle örtliche Zuständigkeit am Sitz der Zielgesellschaft gem. § 66 Abs. 1 Satz 3 WpÜG.[679]

Fraglich ist, ob im Wege der Prorogation bzw. Derogation durch Aufnahme einer entsprechenden Klausel in die Angebotsunterlage der Bieter – zumindest für gegen ihn selbst gerichtete Ansprüche – bestimmen kann, dass ein ausländisches Gericht international ausschließlich zuständig ist. Entsprechende Gerichtsstandsvereinbarungen sind grundsätzlich im Rahmen von § 38 ZPO – auch durch allgemeine Geschäftsbedingungen – zulässig.[680] Neben der Gerichtsstandsvereinbarung mit Kaufleuten nach § 38 Abs. 1 ZPO ist im Zusammenhang mit Ansprüchen aus § 12 WpÜG daran zu denken, dass eine formularmäßige Derogation mit Nichtkaufleuten schon vor Entstehen der Streitigkeit rechtlich möglich ist, wenn eine der Parteien keinen allgemeinen Gerichtsstand im Inland hat (§ 38 Abs. 2 Satz 1 ZPO).[681] Dies kommt immer dann in Betracht, wenn der Bieter seinen Sitz im Ausland hat. Allerdings unterliegen auch nach den ZPO-Regelungen zulässige Gerichtsstandsvereinbarungen dann der Inhaltskontrolle nach § 307 BGB. Für Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft wäre es äußerst nachteilig, wenn sie eventuelle Ansprüche aus der Angebotsunterlagenhaftung vor einem ausländischen Gericht geltend machen müssten. Dies betrifft sowohl Kleinanleger als auch institutionelle Anleger. Der das gesamte WpÜG durchziehende Schutzgedanke zu Gunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft spricht deshalb dagegen, Derogationen durch Klauseln in der Angebotsunterlage zuzulassen, wenn diese dazu führen, dass kein deutsches Gericht mehr zuständig für Schadensersatzklagen infolge eingetretener Vermögensschäden im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten wäre. Da nun aber der Begründung der gerichtlichen Zuständigkeit am Sitz der Zielgesellschaft gem. § 66 Abs. 1 Satz 3 WpÜG auch der Gedanke zugrunde liegt, dass auf diese Weise stets ein Gerichtsstand im Inland gegeben ist, so greift

---

677 *Hartmann* in Baumbach/Lauterbach/Albers/Hartmann ZPO Übers § 12 Rn. 7.
678 Vgl. *Jauernig* ZPO § 6II1, S. 22.
679 Siehe unten 2. Teil E.III.1, S. 226.
680 Vgl. *Hartmann* in Baumbach/Lauterbach/Albers/Hartmann ZPO § 38 Rn. 6.
681 Eine AGB-rechtliche Gerichtsstandsvereinbarung ist nur dann generell unzulässig, wenn sie nicht mit § 38 ZPO vereinbar ist oder nur einen pauschalen Zulässigkeitsvorbehalt enthält („soweit gesetzlich zulässig"), vgl. *Vollkommer* in Zöller ZPO § 38 Rn. 9.

§ 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB, so dass Gerichtsstandsvereinbarungen nichtig sind, wenn sie zu einer ausschließlichen internationalen Zuständigkeit im Ausland führen.[682]

Besonderheiten gelten in den Fällen, in denen der Bieter seinen allgemeinen Gerichtsstand außerhalb Deutschlands, aber innerhalb eines Vertragsstaates der EU hat. Für Gerichtsstandsvereinbarungen gilt dann Art. 17 EuGVÜ, der das deutsche Recht vollumfänglich verdrängt, wovon auch Normen des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen erfasst sind.[683] Derogationen auf Grund von Art. 17 EuGVÜ unterliegen nicht einmal einer Missbrauchskontrolle.[684] Demzufolge ist eine Derogation in weitem Umfang rechtlich zulässig, solange diese schriftlich erfolgt und sich auf ein konkretes Rechtsverhältnis beschränkt. Letzteres ist in dem zwischen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft und Bieter zustande kommenden Vertrag zu sehen. Art. 13 EuGVÜ schränkt die Derogationsmöglichkeit allerdings ein, sofern es um Verbraucherschutzsachen geht. Die in Art. 13 Satz 1 Nrn. 1 bis 3 EuGVÜ aufgezählten Verbraucherverträge erfassen aber keine Wertpapiergeschäfte, so dass die Anwendbarkeit des Art. 17 EuGVÜ nicht ausgeschlossen ist, selbst wenn die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, etwa wenn es sich um private Kleinanleger handelt, als Verbraucher anzusehen wären.

## II. Sachlich

§ 66 WpÜG enthält spezielle Zuständigkeitsregelungen für zivilrechtliche Rechtsstreitigkeiten mit wertpapiererwerbs- und übernahmerechtlichem Bezug. Ausschließlich sachlich zuständig sind in solchen Fällen stets die Landgerichte (§ 66 Abs. 1 Satz 1 WpÜG). Dies gilt unabhängig von der Höhe des Streitwerts, so dass in dieser Regelung eine Abweichung von §§ 71 Abs. 1, 23 Nr. 1 GVG zu sehen ist.[685]

---

[682] Zu Fragen der Prorogation innerhalb Deutschlands siehe unten 2. Teil E.III.3, S. 227.
[683] OLG Hamm RIW 2000, 382; OLG München RIW 1989, 902; *Geimer* in Zöller ZPO Anh I Art. 17 GVÜ Rn. 12.
[684] *Geimer* in Zöller ZPO Anh I Art. 17 GVÜ Rn. 12a.
[685] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 66 Rn. 3.

## 1. Wertpapiererwerbs- und übernahmerechtlicher Bezug

Voraussetzung für die Begründung der ausschließlichen[686] landgerichtlichen Zuständigkeit ist der wertpapiererwerbs- und übernahmerechtliche Bezug. Dieser Bezug ist stets gegeben bei Ansprüchen, die sich unmittelbar aus dem WpÜG ergeben, wie etwa Ansprüche aus der Angebotsunterlagenhaftung gem. § 12 WpÜG oder der Haftung für die Finanzierungsbestätigung aus § 13 Abs. 2 WpÜG.[687] § 66 Abs. 1 Satz 2 WpÜG ordnet darüber hinaus die sachliche Zuständigkeit der Landgerichte ausdrücklich für Ansprüche an, die wegen § 12 Abs. 6 ggf. i.V.m. § 13 Abs. 3 WpÜG aus anderen Rechtsgründen im Zusammenhang mit einer fehlerhaften Angebotsunterlage oder Finanzierungsbestätigung einher gehen können.[688]

## 2. Einstweiliger Rechtsschutz

In der juristischen Literatur ist bislang noch nicht eindeutig geklärt, ob die ausschließliche sachliche Zuständigkeit der Landgerichte auch für Klagen bzw. Anträge im einstweiligen Rechtsschutz gegeben ist, die die Beantwortung einer entscheidungserheblichen wertpapiererwerbs- und übernahmerechtlichen Vorfrage zum Gegenstand haben (§ 66 Abs. 1 Satz 2 WpÜG).[689] Im Zusammenhang mit Ansprüchen aus der Angebotsunterlagenhaftung spielt dieser Streit jedoch aus zwei Gründen keine Rolle: Zum einen sind insoweit kaum Verfahren im einstweiligen Rechtsschutz denkbar, da es in der Hauptsache um einen Geldzahlungsanspruch geht und dieser allenfalls ausnahmsweise im Wege des einstweiligen Rechtsschutzes gesichert, wegen des Verbots der Vorwegnahme der Hauptsache nicht aber selbst geltend gemacht werden kann. Zum anderen würde es in solchen Fällen nicht um entscheidungserhebliche Vorfragen gehen, sondern unmittelbar um Ansprüche aus dem WpÜG, so dass schon aus diesem Grund die ausschließliche Zuständigkeit nach § 66 Abs. 1 Satz 1 greift.

---

[686] Demzufolge kann gem. § 40 Abs. 2 Nr. 2 ZPO nicht die sachliche Zuständigkeit eines Amtsgerichts im Wege der Prorogation vereinbart werden.
[687] *Schüppen/Schweizer* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 66 Rn. 8; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 66 Rn. 7.
[688] Siehe dazu ausführlich unten 3. Teil, S. 229ff.
[689] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 66 Rn. 5; zu der Parallelproblematik in § 87 Abs. 1 Satz 2 GWB vgl. *Bechtold* GWB § 87 Rn. 5.; *Karsten Schmidt* in Immenga/Mestmäcker GWB § 87 Rn. 21.

### 3. Funktionale Zuständigkeit

§ 66 Abs. 2 WpÜG erklärt Wertpapiererwerbs- und Übernahmesachen zu Handelssachen und begründet die funktionale Zuständigkeit der Kammern für Handelssachen. Deren interne Zuständigkeit setzt allerdings weiterhin einen Antrag in der Klageschrift gem. § 96 Abs. 1 GVG oder mangels eines solchen einen Verweisungsantrag des Beklagten gem. § 98 Abs. 1 Satz 1 GVG voraus.

## III. Örtlich

Für die örtliche Zuständigkeit gelten im Grundsatz keine Besonderheiten: Gem. § 13 ZPO bzw. § 17 Abs. 1 Satz 1 ZPO (bei juristischen Personen) richtet sich diese nach dem Sitz des Schuldners, hier also, nach dem Sitz oder Wohnsitz des Haftungsverpflichteten, der aus § 12 WpÜG in Anspruch genommen werden soll. Sofern nach den allgemeinen Grundsätzen gem. §§ 12ff. ZPO weitere Gerichte örtlich zuständig sein können, steht dem Kläger diesbezüglich ein Wahlrecht zu.[690]

### 1. Sitz der Zielgesellschaft

Probleme ergeben sich dann, wenn der Haftungsverpflichtete und damit vor allem der Bieter keinen Gerichtsstand in Deutschland hat. Hier kommt dem Kläger aber § 66 Abs. 1 Satz 3 WpÜG zu Hilfe, in dem ein zusätzlicher örtlicher Gerichtsstand am Sitz der Zielgesellschaft begründet wird. Da die Anwendung des gesamten WpÜG und damit auch Ansprüche aus § 12 WpÜG wegen § 2 Abs. 3 WpÜG nur in Betracht kommen, wenn die Zielgesellschaft ihren Sitz in Deutschland hat, ist auf diese Weise gewährleistet, dass für Haftungsansprüche stets wenigstens ein Gerichtsstand im Inland gegeben ist.[691]

---

[690] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 66 Rn. 7.
[691] Zu den Implikationen dieser Regelung auf Fragen der internationalen Zuständigkeit siehe oben 2. Teil E.I, S. 222f.

## 2. Deliktischer Gerichtsstand

Da die Angebotsunterlagenhaftung dogmatisch den deliktischen Ansprüchen zuzuordnen ist, kommt als örtlicher Gerichtsstand gem. § 32 ZPO der Begehungsort der unerlaubten Handlung in Betracht. Als Begehungsort im Sinne dieser Vorschrift kommt neben dem Tatort derjenige Ort in Betracht, an dem der Verletzungserfolg eingetreten ist.[692] Tatort ist derjenige Ort, an dem die Verletzungshandlung vorgennommen wurde. Ähnlich wie bei Pressedelikten ist wegen der zwingenden deutschlandweiten Veröffentlichung der Angebotsunterlage gem. § 14 Abs. 3 WpÜG jedes deutsche (Land-)Gericht örtlich zuständig.[693] Dasselbe Ergebnis folgt aus dem Umstand, dass die Angebotsunterlage im Internet publiziert werden muss und bestimmungsgemäß von jedem Ort in Deutschland aus abrufbar sein soll. Demzufolge führt § 32 ZPO zu einem so genannten „fliegenden Gerichtsstand".[694]

## 3. Gerichtsstandsvereinbarungen

Grundsätzlich richtet sich die Zulässigkeit von Prorogationen nach § 38 ZPO. Gem. § 38 Abs. 1 ZPO kann ein spezieller örtlicher Gerichtsstand zwischen Kaufleuten mündlich oder schriftlich vereinbart werden. Mit Nichtkaufleuten kann gem. § 38 Abs. 2 Satz 1 ZPO auf Grund schriftlicher Vereinbarung eine Prorogation getroffen werden, wenn eine der beiden Parteien keinen allgemeinen Gerichtsstand im Inland hat. Wie bereits dargestellt, sind Derogationen durch entsprechende Klauseln in der Angebotsunterlage aber dann unzulässig, wenn sie mit § 38 ZPO an sich vereinbar wären, im Ergebnis aber dazu führen würden, dass kein inländisches Gericht zuständig wäre.[695] Etwas anderes gilt nur für Fälle, in denen der Haftungsverpflichtete seinen (Wohn-)Sitz innerhalb der EU, aber außerhalb Deutschlands hat (Art. 17 EuGVÜ).

---

[692] St. Rspr., vgl. nur BGH NJW 1996, 413; *Vollkommer* in Zöller ZPO § 32 Rn. 16.
[693] Vgl. *Vollkommer* in Zöller ZPO § 32 Rn. 17.
[694] VGl. KG NJW 1997, 3321.
[695] Siehe oben 2. Teil E.I, S. 223f.

# 3. Teil:
# Konkurrierende Ansprüche

Für viele Sachverhalte, die nach § 12 WpÜG haftungsrelevant werden können, können auch andere Anspruchsgrundlagen in Betracht kommen. In solchen Fällen stellt sich dann die Frage des Verhältnisses der jeweiligen Norm zu § 12 WpÜG, wobei im Rahmen dieser Arbeit vor allem geprüft werden soll, wann letzterer Norm eine Sperrwirkung zukommt und wann nicht.

## A. § 12 Abs. 6 WpÜG als Prüfungsmaßstab

Maßstab für die Untersuchung der Sperrwirkung und damit der Konkurrenzen ist § 12 Abs. 6 WpÜG, wonach weitergehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder vorsätzlichen unerlaubten Handlungen erhoben werden können, unberührt bleiben sollen.

### I. Positive Sperrwirkung

Die Formulierung „weitergehende Ansprüche“ spricht für eine positive Sperrwirkung in dem Sinne, dass bei Vorliegen der Tatbestandsmerkmale des § 12 WpÜG keine weiteren Anspruchsgrundlagen außer den aufgezählten in Betracht kommen. Gesperrt wären bspw. Ansprüche, die zu einem höheren Schadenersatz des Anspruchsberechtigten führen können. So verstanden würde der Regelung allerdings keine praktische Bedeutung zukommen, da entsprechende umfangreichere Ansprüche nicht denkbar sind und neben § 12 WpÜG tretende andere Anspruchsgrundlagen gleichen Inhalts dem Anspruchsberechtigten ohnehin keinen rechtlichen Vorteil bringen könnten.

### II. Negative Sperrwirkung

Wichtiger ist nach dem Vorgesagten die Frage, inwiefern § 12 Abs. 6 WpÜG auch eine negative Sperrwirkung entfaltet, die besagt, dass keine anderen Ansprüche bestehen können, wenn die Voraussetzungen des § 12 WpÜG nicht erfüllt sind. § 12 Abs. 1 bis 5 WpÜG enthalten von den allgemeinen Regelungen abweichende Risikoverteilungen vor allem in Hinsicht auf

Probleme der Beweislast. Diese begünstigen sowohl die Haftungsverpflichteten als auch die Anspruchsberechtigten. Die darin zu sehende Ausbalancierung von Vor- und Nachteilen bei der rechtlichen Behandlung von Haftungsansprüchen im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG würde aber unterlaufen,[696] wollte man die zugrunde liegenden Sachverhalte nach anderen Normen würdigen, die eine solche Ausbalancierung der Interessen sowie die damit einhergehende Risikoverteilung nicht gewährleisten. Die Formulierung „weitergehende Ansprüche" umfasst also auch solche Ansprüche, die deswegen weiter gehen als § 12 WpÜG, weil letztere Vorschrift in dem betreffenden Fall überhaupt keinen Anspruch gewährt.

### 1. Sachliche und personelle Grenzen der negativen Sperrwirkung

Grundsätzlich ist daher eine negative Sperrwirkung des § 12 Abs. 6 WpÜG zu bejahen. Fraglich ist dann aber, wo die Grenzen der Sperrwirkung anzusetzen sind. Zu unterscheiden sind dabei sachliche und personelle Grenzen: Zunächst muss es sich in sachlicher Hinsicht um einen Fall handeln, bei dem es um die Geltendmachung von Schadensersatz auf Grund der Fehlerhaftigkeit der im Zuge eines Wertpapiererwerbs- oder Übernahmeangebots zu veröffentlichenden Angebotsunterlage geht.[697]

Schwieriger zu beurteilen sind die personellen Grenzen der Sperrwirkung. Zu fragen ist, ob andere Ansprüche auch dann ausgeschlossen sind, wenn ein Anspruch aus § 12 WpÜG nicht gegeben ist, weil entweder der in Anspruch Genommene nicht als Haftungsverpflichteter im Sinne der § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG oder der Anspruchsteller nicht als Anspruchsberechtigter, also als Annehmender angesehen werden kann. Würde man eine solch weit reichende Sperrwirkung in personeller Hinsicht annehmen, würde man § 12 Abs. 6 WpÜG den materiellen Regelungsgehalt zuordnen, dass bei sämtlichen Sachverhalten nach dem WpÜG ausschließlich die annehmenden Wertpapierinhaber vor Schäden geschützt sind. Es ist aber nicht erkennbar, dass bspw. auch Ansprüche der Zielgesellschaft gegen den Bieter oder Ansprüche der Aktionäre oder Gesellschafter der Zielgesellschaft bzw. des Bieters gegen deren Organmitglieder in negativer Weise mitgeregelt werden sollten. In personeller Hinsicht

---

[696] In diesem Sinne Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44; ebenso *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 53; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 37.
[697] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44.

kommt damit § 12 Abs. 6 WpÜG überhaupt keine negative Sperrwirkung zu: Sofern die personellen Tatbestandsmerkmale nicht erfüllt sind, können sämtliche anderen Ansprüche in Betracht gezogen werden.

### 2. Suspendierung der negativen Sperrwirkung

Kraft Gesetzes wird die negative Sperrwirkung zudem suspendiert, wenn es um bürgerlich-rechtliche Ansprüche aus Vertrag oder aus vorsätzlicher unerlaubter Handlung geht. Diese Suspendierung tritt auch und vor allem dann ein, wenn die sachlichen oder personellen Grenzen der negativen Sperrwirkung nicht überschritten sind. Sie ist nach dem Wortlaut des Gesetzes abhängig von der Art des konkurrierenden Anspruchs. Im Folgenden sollen daher sämtliche in Betracht kommenden konkurrierenden Ansprüche danach untersucht werden, ob und unter welchen Voraussetzungen sie neben § 12 Abs. 6 WpÜG zur Anwendung gelangen können. In diesem Rahmen ist vorweg zu prüfen, ob in den jeweiligen Konstellationen überhaupt eine Anwendbarkeit dieser Normen gegeben sein kann und wenn dies der Fall ist, wie eine daraus entstehende Kollision mit § 12 WpÜG nach den dargestellten Konkurrenzgrundsätzen zu lösen ist.

## B. Das Verhältnis von § 12 WpÜG zu sonstigen Prospekthaftungsansprüchen

Im Zusammenhang mit Fragen einer Haftung für fehlerhafte Angebotsunterlagen kommen neben der Angebotsunterlagenhaftung aus § 12 WpÜG auch andere Prospekthaftungsansprüche in Betracht. Da es im Rahmen der Konkurrenzenregelung des § 12 Abs. 6 WpÜG auf die Art der Ansprüche ankommt, ist zwischen spezialgesetzlich geregelten Ansprüchen und solchen aus der gewohnheits- und richterrechtlich ausgeformten allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zu unterscheiden.

### I. Spezielle Prospekthaftungsansprüche

Spezielle Prospekthaftungsansprüche kommen im deutschen Recht an verschiedenen Stellen vor. Die einzelnen Haftungsnormen knüpfen an unterschiedliche Prospektarten an. In allen Fällen geht es aber um die Haftung im Zusammenhang mit der Ausgabe bestimmter Wertpa-

piere. Zu Kollisionen mit § 12 Abs. 6 WpÜG kann es wegen dieser gesetzlichen Zielrichtung nur bei öffentlichen Erwerbsangeboten kommen, bei denen – ggf. unter anderem – Wertpapiere als Gegenleistung angeboten werden; mithin also bei öffentlichen Tauschangeboten.

## 1. §§ 44ff. BörsG

Die zentralen spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen finden sich in §§ 44ff. BörsG. Originär wird in diesen Vorschriften die Haftung für fehlerhafte Börsenprospekte geregelt. Ihre Bedeutung wird durch den Umstand verstärkt, dass sowohl die Haftungsnorm für fehlerhafte Verkaufsprospekte (§ 13 VerkProspG) als auch diejenige für fehlerhafte Unternehmensberichte (§ 55 BörsG) Verweise darauf enthalten.

### *a) Börsenprospekthaftung*

Werden von dem Bieter als Tauschgegenleistung Aktien angeboten – wie es wegen der Angemessenheitsregelung in § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG vor allem bei Übernahme- und Pflichtangeboten vielfach der Fall sein wird –, so ist für die Frage der grundsätzlichen Anwendbarkeit der Börsenprospekthaftung zu unterscheiden, ob die Wertpapiere zum amtlichen Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind oder erst zugelassen werden sollen.

#### *aa) Börsenzulassung vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage*

Ist die Börsenzulassung schon vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage erfolgt, so wird in aller Regel bereits ein Börsenzulassungsprospekt veröffentlicht worden sein, wenn nicht ausnahmsweise von der Börsenzulassungsstelle eine Befreiung erteilt wurde. Da die Börsenprospekthaftung ungeachtet ihrer dogmatisch strittigen Grundlagen weder im bürgerlichen Recht zu finden ist noch Ansprüche hieraus Ansprüche aus Vertrag sind, ist wegen der positiven Sperrwirkung deren Anwendbarkeit aber ausgeschlossen, wenn § 12 WpÜG schon Ansprüche gewährt.

Hat der Bieter in seine Angebotsunterlage gem. § 2 Nr. 2 WpÜAngVO nur einen Verweis auf einen bereits existierenden Börsenzulassungsprospekt, der nicht älter als ein Jahr ist, aufgenommen, so werden nach der hier vertretenen Auffassung der Inhalt dieses Prospekts sowie sämtliche zwischenzeitlich eingetretenen und berücksichtigten Veränderungen Inhalt

der Angebotsunterlage.[698] Deshalb muss der annehmende Wertpapierinhaber grundsätzlich nicht befürchten, keinen Anspruch zu haben, wenn der ursprüngliche Prospekt bereits fehlerhaft war. Sofern man demgegenüber die Auffassung vertritt, die Angaben des ursprünglichen Prospekts würden nicht Inhalt der Angebotsunterlage, so würde ein Anspruch aus § 12 WpÜG ausscheiden. Wegen der negativen Sperrwirkung käme dann ein Anspruch aus § 44 BörsG nur dann in Betracht, wenn deren Grenze in personeller Hinsicht überschritten ist. Dies bedeutet, dass nur Ansprüche gegen Haftungsverpflichtete gegeben sein können, die nicht gleichzeitig als Haftungsverpflichtete im Sinne des § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG als Verantwortliche[699] oder Veranlassende anzusehen sind. Denkbar ist dies bspw. in Fällen, in denen der Bieter Aktien anderer börsennotierter Unternehmen zum Tausch anbietet und diese Verantwortliche oder Veranlassende im Sinne des § 44 Abs. 1 Satz 1 Nrn. 1 und 2 BörsG hinsichtlich des ursprünglichen Börsenzulassungsprospekts sind. Auch in diesen Konstellationen droht dem Anspruchsteller aber der Einwand aus § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG, dass der Erwerb der in Frage stehenden Wertpapiere nicht auf Grund des fehlerhaften Börsenzulassungsprospekts, sondern eben auf Grund der Annahme des Angebots erfolgte. § 44 Abs. 4 BörsG hilft ihnen nicht, da die Angebotsunterlage in diesem Zusammenhang keine schriftliche Darstellung ist, auf Grund derer eine Befreiung von der Prospektpflicht erteilt wurde: Der Börsenzulassungsprospekt existiert ja bereits.

Die vorstehenden Erwägungen hinsichtlich möglicher Schutzlücken des Haftungssystems bei Tauschangeboten unterstützen daher die hier vertretene Auffassung, dass gem. § 2 Nr. 2 2. Halbsatz WpÜAngVO in Bezug genommene Börsenzulassungsprospekte als Teil der Angebotsunterlage anzusehen sind.

Eine weitere Frage in Hinblick auf die personellen Grenzen der negativen Sperrwirkung stellt sich für Personen, die die im Rahmen eines Tauschangebots ausgegebenen Wertpapiere im späteren Verlauf über die Börse erwerben. Ihnen kann kein Anspruch aus § 12 WpÜG zustehen, da sie die Wertpapiere gerade nicht durch Annahme des Angebots des Bieters erworben haben (sog. Zweiterwerber).[700] Da nach den oben dargestellten Grundsätzen die negative Sperrwirkung nicht eintritt, weil § 12 WpÜG nicht dem Zweck dient, die Haftung für Schäden

[698] Siehe dazu oben 1. Teil B.III.3.c), S. 73f.
[699] Dazu siehe oben 2. Teil C.I, S. 124ff.
[700] Vgl. oben 2. Teil C.II.3.c), S. 151.

solcher Personen generell auszuschließen, kommen für Zweiterwerber Ansprüche aus §§ 44ff. BörsG in Betracht. Ihnen gegenüber kann auch kaum der Nachweis aus § 45 Abs. 2 Nr. 1 BörsG erbracht werden, da sie die Wertpapiere gerade nicht auf Grund der Angebotsunterlage erworben haben.

*bb) Börsenzulassung nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage*

Will der Bieter zur Finanzierung des Angebots bspw. junge Aktien aus einer Kapitalerhöhung als Gegenleistung anbieten, so wird in aller Regel die Börsenzulassung dieser Wertpapiere erst im Laufe der Angebotsphase erfolgen. Gem. § 45 Nr. 1 lit. b) BörsZulVO kann die Börsenzulassungsstelle von der Erstellung des Börsenzulassungsprospekts bzw. Unternehmensberichts eine Befreiung aussprechen, wenn die Aktien bei einem öffentlichen Umtauschangebot ausgegeben werden und innerhalb von 12 Monaten vor ihrer Zulassung im Inland eine schriftliche Darstellung veröffentlicht wurde, die inhaltlich den Anforderungen an einen Börsenzulassungsprospekt genügt. Nach *Vaupel* soll die Angebotsunterlage diese Voraussetzungen in aller Regel erfüllen.[701] Dem kann in dieser Weite nur für die Zulassung der Aktien zum geregelten Markt zugestimmt werden: Da § 51 Abs. 1 Nr. 2 BörsG hinsichtlich des zwingenden Mindestinhalts ebenso wie § 2 Nr. 2 WpÜAngVO auf §§ 2ff. VerkProspVO verweist, erfüllt die Angebotsunterlage inhaltlich die Anforderungen an einen Unternehmensbericht, so dass eine Befreiung tatsächlich zu erwarten ist.

Anders zu beurteilen sind Fragen einer Befreiung indes, wenn die Zulassung der Aktien zum Amtlichen Handel beantragt werden soll: Da die nach § 2 Nr. 2 WpÜAngVO i.V.m. § 7 VerkProspG sowie §§ 2ff. VerkProspVO in die Angebotsunterlage aufzunehmenden Mindestangaben nicht so weit reichen wie diejenigen, die für einen Börsenzulassungsprospekt gem. §§ 13 bis 40 BörsZulVO aufzunehmen sind, kann eine befreiende Äquivalenz der beiden Prospektarten jedenfalls nicht pauschal angenommen werden.[702] Da allerdings schon im Vorfeld der Veröffentlichung der Angebotsunterlage klar sein wird, ob hinsichtlich der anzubietenden Wertpapiere eine Zulassung zum Amtlichen Handel geplant ist, dürfte der Bieter aus Gründen der Effizienz regelmäßig in der Praxis schon die nach §§ 13 bis 40 BörsZulVO erforderlichen Angaben mit in die Angebotsunterlage aufnehmen, um die Anfer-

[701] Ebenso *Vaupel* WM 2002, 1170 1172.
[702] Vgl. hierzu auch oben 1. Teil B.III.3.b), S. 65.

tigung eines zweiten Prospekts zu vermeiden.[703] Rechtlich zulässig wäre ein solches Vorgehen, weil die nach § 2 Nr. 2 WpÜAngVO i.V.m. § 7 VerkProspG sowie §§ 2ff. VerkProspVO notwendigen Angaben nur Mindestangaben sind und durch Angaben nach §§ 13 bis 40 BörsZulVO ergänzt werden dürfen, solange nicht insgesamt das Verständnis der Angebotsunterlage durch deren Überfrachtung gefährdet wird.

Sofern unter den vorgenannten Voraussetzungen eine Befreiung von der Erstellung eines Börsenzulassungsprospekts oder eines Unternehmensberichts zu erwarten ist, scheint es, dass eine Kollision von § 12 WpÜG mit den §§ 44ff. BörsG ausgeschlossen ist, wenn die Zulassung der angebotenen Wertpapiere nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage erfolgt. § 44 Abs. 4 BörsG stellt aber klar, dass für Fragen der Haftung einem Prospekt eine schriftliche Darstellung gleichsteht, auf Grund deren Veröffentlichung der Emittent von der Veröffentlichung eines Prospekts befreit wurde. Zweifelsohne stellt die Angebotsunterlage eine solche schriftliche Darstellung dar.[704]

Berücksichtigt man die personellen Grenzen der negativen Sperrwirkung, so gilt insbesondere für Zweiterwerber der betreffenden Wertpapiere, dass ihnen Ansprüche aus §§ 44ff. BörsG zustehen können, obwohl § 12 WpÜG ihnen solche nicht gewährt. Ihnen gegenüber kann allerdings der Einwand erhoben werden, sie hätten die Wertpapiere nicht auf Grund der Angebotsunterlage als prospektgleicher schriftlicher Darstellung im Sinne des § 44 Abs. 4 BörsG erworben. Da aber die Angebotsunterlage in ihrer Funktion als Veräußerungsprospekt[705] Grundlage der börsenprospektrechtlichen Haftung wird, genügt nicht bereits der Einwand, schon rein rechtlich hätten die Wertpapiere von den Zweiterwerbern nicht auf Grund der Angebotsunterlage erworben, weil § 44 Abs. 4 BörsG anders als § 12 WpÜG nicht auf die Annahme des Angebots[706] abstellt.

---

[703] Eine ähnliche Konstellation ist im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten zu beobachten, für die ein Börsenzulassungsantrag noch nicht gestellt wurde, aber geplant ist: In der Praxis wird auch in solchen Fällen reger Gebrauch von der Möglichkeit gemacht, schon den vorab zu erstellenden Verkaufsprospekt an die höheren Anforderungen der §§ 13 bis 40 BörsZulVO anzupassen, um nicht einen zweiten Prospekt erstellen zu müssen, vgl. hierzu *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 5 Rn. 14 (insbesondere Fn. 10) m.w.N.
[704] *Vaupel* WM 2002, 1170, 1172.
[705] Vgl. zu dieser rechtlichen Funktion der Angebotsunterlage oben 1. Teil B.III.3, S. 64ff.
[706] Einzelheiten hierzu siehe oben 2. Teil C.II.1, S. 145ff.

### b) Unternehmensberichtshaftung gem. §§ 55, 43ff. BörsG

Kollisionen mit der Unternehmensberichtshaftung sind in Betracht zu ziehen, wenn der Bieter Wertpapiere als Gegenleistung anbietet, die nicht zum amtlichen Handel, sondern zum geregelten Markt zugelassen werden sollen. Hierunter fallen auch solche Wertpapiere, die an Themenmärkten wie bspw. dem „Neuen Markt" in Frankfurt gehandelt werden. Diese werden nämlich im geregelten Markt zugelassen und im Freiverkehr gehandelt. Wegen des Verweises in § 55 BörsG gelten die §§ 44ff. BörsG entsprechend, so dass hinsichtlich etwaiger konkurrierender Ansprüche aus der Unternehmensberichtshaftung auf die vorangegangenen Ausführungen verwiesen werden kann.

### c) Verkaufsprospekthaftung (§ 13 VerkProspG i.V.m. §§ 44ff. BörsG)

Sofern der Bieter als Gegenleistung Wertpapiere anbietet, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, ist der sachliche Anwendungsbereich des VerkProspG gem. dessen § 1 eröffnet. Gemeint sind hiermit Wertpapiere, die weder zum Amtlichen Handel noch zum geregelten Markt zugelassen werden sollen.[707] Damit werden nur solche Wertpapiere erfasst, die bei Übernahme- und Pflichtangeboten nicht die Angemessenheitsvoraussetzung des § 31 Abs. 2 Satz 1 WpÜG erfüllen. Gleichwohl können solche Wertpapiere als Gegenleistung bei einfachen Wertpapiererwerbsangeboten sowie alternativ bei Übernahme- und Pflichtangeboten angeboten werden.

Erfasst werden auch solche Wertpapiere, die zum Freiverkehr zugelassen und dort gehandelt werden sollen. Denn die einem öffentlichen Tauschangebot nach dem WpÜG innewohnende Veräußerungskomponente, rechtfertigt es, hierin gleichzeitig ein öffentliches Angebot von Wertpapieren im Sinne des § 1 VerkProspG zu sehen.[708] Der Umstand, dass es vorrangig um den Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft geht und die Platzierung von Tauschwertpapieren bei den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft nur das Mittel zur Erreichung dieses Zwecks ist, vermag hieran nichts zu ändern.

---

[707] Vgl. *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 49ff.

[708] Die von *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 50f. aufgeworfene Streitfrage, ob allein die Beantragung der Zulassung zum Freiverkehr den sachlichen Anwendungsbereich des § 1 VerkProspG eröffnet, stellt sich im Rahmen der hier zu behandelnden Konstellationen nicht, da die Veröffentlichung der Angebotsunterlage als begleitende öffentliche „Werbemaßnahme" wie von *Ritz* a.a.O. gefordert angesehen werden kann.

§ 4 Abs. 1 Nr. 9 VerkProspG nimmt ausdrücklich solche Wertpapiere von der nach § 1 VerkProspG bestehenden allgemeinen Prospektpflicht aus, die im Rahmen eines Angebots nach dem WpÜG angeboten werden.[709] Der Grund für diese Ausnahme liegt darin begründet, dass bereits die Angebotsunterlage die Zwecke eines Verkaufsprospekts erfüllt,[710] da sie ja gem. § 2 Nr. 2 WpÜAngVO die nach § 7 VerkProspG i.V.m. §§ 2ff. VerkProspVO nötigen Angaben enthalten muss.[711]

Nach dem Vorgesagten scheint also eine Haftung nach § 13 VerkProspG gar nicht in Betracht zu kommen, so dass eine Kollision mit § 12 WpÜG nicht entstehen kann. Wegen des Verweises auf § 44 Abs. 4 BörsG und des Umstands, dass die Angebotsunterlage als prospektbefreiende schriftliche Darstellung im Sinne dieser Vorschrift angesehen werden kann, steht einer Haftung aus § 13 VerkProspG aus dieser Sicht nichts im Wege.

Es gelten dann die schon zur Börsenprospekthaftung dargelegten Grundsätze,[712] wonach die positive und die negative Sperrwirkung des § 12 WpÜG nur gegen solche Personen wirken, die das Angebot des Bieters angenommen haben. So genannte Zweiterwerber, die den Erwerb der betreffenden Wertpapiere auf anderem Wege als durch Annahme des Tauschangebots etwa im späteren Verlauf durch ein Börsengeschäft getätigt haben, können demgegenüber Ansprüche aus §§ 44ff. BörsG geltend machen.

### 2. § 20 KAGG und § 12 AuslInvG

In dem rechtlich möglichen, praktisch aber unwahrscheinlichen Fall, dass der Bieter als Gegenleistung Anteile an Kapitalanlagegesellschaften oder ausländische Investmentanteile anbietet, kommen neben § 12 WpÜG Ansprüche aus § 20 KAGG bzw. § 12 AuslInvG in

---

[709] Es kann dahin gestellt bleiben, ob die Einfügung dieses Ausnahmetatbestands im Zuge des Erlasses des WpÜG überhaupt nötig war, da § 2 Nr. 2 VerkProspG schon immer eine Ausnahme für Fälle enthielt, in denen die Wertpapiere einem begrenzten Personenkreis angeboten werden. Die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft lassen sich aber als ein solcher begrenzter Personenkreis ansehen. Im Einzelnen zu diesem Ausnahmetatbestand siehe *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 2 Rn. 9ff.

[710] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 72. Dort wird irreführend auf die nach § 12 WpÜG notwendigen Angaben rekurriert. Der Fehler beruht darauf, dass der jetzige § 11 WpÜG im DiskE noch § 12 war.

[711] Zur Veräußerungsprospektfunktion der Angebotsunterlage siehe oben 1. Teil B.III.3, S. 64ff. sowie zu den zu machenden Angaben 1. Teil B.III.3.b), S. 65ff.

[712] Siehe oben 3. Teil B.I.1.a), S. 232.

Betracht.[713] Inhaltlich sind diese Ansprüche mit §§ 44ff. BörsG weitgehend identisch. Zu dem Konkurrenzverhältnis zu § 12 WpÜG gilt daher das zu §§ 44ff. BörsG Dargelegte entsprechend.[714]

## II. Prospekthaftungsähnliche Ansprüche gem. §§ 37b, 37c WpHG

Mit dem Erlass des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes wurden zwei neue Haftungstatbestände in das WpHG eingefügt, die Schadensersatzansprüche bei fehlerhaften oder unterbliebenen Ad-hoc-Mitteilungen zum Gegenstand haben.[715] Die Ansprüche können als prospekthaftungsähnlich eingestuft werden, da sie strukturell den spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbeständen ähneln, gleichwohl aber nicht zwingend an die Veröffentlichung eines einem Prospekt vergleichbaren Dokuments anknüpfen, sondern an Verstöße gegen die Ad-hoc-Meldepflichten aus § 15 WpHG.

Zu einer Anspruchskonkurrenz mit der Angebotsunterlagenhaftung kann es bei Tauschangeboten dann kommen, wenn der Bieter gleichzeitig als Emittent der als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere anzusehen ist und während des Laufs der Annahmefrist gegen eventuelle Ad-hoc-Meldepflichten aus § 15 WpHG verstößt. §§ 37b Abs. 5, 37c Abs. 5 WpHG enthalten wortgleiche Entsprechungen von § 12 Abs. 6 WpÜG. Da aber die einzelnen Ansprüche im Verhältnis untereinander weder in Hinblick auf Darlegungs- und Beweislastfragen noch in Hinblick auf die Rechtsfolge voneinander abweichen, lassen sie sich jeweils nicht als weiter gehend ansehen. Demzufolge können Ansprüche aus §§ 37b, 38c WpHG neben Ansprüchen aus § 12 Abs. 1 WpÜG bestehen, auch wenn dies dem Anspruchsberechtigten keine Vorteile bringt.

## III. Allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung

Aus der Gesetzesbegründung ergibt sich, dass Ansprüche aus der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung wegen fehlerhafter Angebotsunterlagen gem. § 12 Abs. 6 WpÜG

---

[713] Der öffentliche Vertrieb solcher Anlageformen ist gem. § 3 Nr. 3 VerkProspG von der Prospektpflicht befreit, weil die Vorschriften des KAGG und des AuslInvG eigenständige Prospektpflichten enthalten, vgl. im Einzelnen auch *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 3 Rn. 30ff.
[714] Siehe oben 3. Teil B.I.1.a), S. 232.
[715] Vgl. hierzu ausführlich *Fleischer* BB 2002, 1869; *Maier-Reimer/Webering* WM 2002, 1857.

ausgeschlossen sein sollen.[716] Diese Äußerung überrascht in ihrer Weite, wenn man bedenkt, dass Ansprüche aus Vertrag oder vorsätzlicher unerlaubter Handlung gem. § 12 Abs. 6 WpÜG gerade nicht verdrängt werden sollen. Zwar ist die dogmatische Verortung der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im deutschen Recht nach wie vor umstritten, doch rankt sich dieser Streit vorrangig um die Frage, ob es sich um eine delikts- oder vertragsähnliche Haftung handelt. Mit anderen Worten: Unabhängig von der Entscheidung dieses Grundlagenstreits wäre die allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung auf diese oder jene Weise von der Ausnahme zu der verdrängenden Wirkung erfasst.

Dennoch ist der Auffassung des Gesetzgebers im Ergebnis zuzustimmen, wenn auch mit abweichender Begründung. Die allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung ist von der Rechtsprechung entwickelt worden und inzwischen gewohnheitsrechtlich anerkannt, wenn sie auch im Rahmen der Schuldrechtsmodernisierung anders als die pVV und die c.i.c. keine positiv-rechtliche Kodifizierung erfahren hat.[717] Als unkodifiziertes Gewohnheitsrecht gelangt sie jedoch schon nach allgemeinen Grundätzen nur dort zur Anwendung, wo es keine spezialgesetzliche Regelung gibt. Mit § 12 WpÜG sowie den anderen speziellen Prospekthaftungstatbeständen ist dies für die hier in Rede stehenden möglichen konkurrierenden Ansprüche auf Grund fehlerhafter Angebotsunterlagen bei Tauschangeboten jedoch der Fall. Die Verdrängung der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ergibt sich daher schon aus methodischen Überlegungen, ohne dass es § 12 Abs. 6 WpÜG bedürfte. Dies bedeutet, dass auch bei vorsätzlichen Falschangaben in der Angebotsunterlage keine Ansprüche aus der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung neben § 12 WpÜG treten können, selbst wenn man diese Haftung als eine Haftung aus unerlaubter Handlung ansehen sollte.

Etwas anderes gilt wegen der personellen Grenzen der Sperrwirkung von § 12 Abs. 6 WpÜG nur dann, wenn solche Ansprüche gegen andere Personen als diejenigen, die Haftungsverpflichtete nach § 12 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpÜG sein können, geltend gemacht werden. So vertritt *Röh* z.B. die Auffassung, dass ein annehmender oder ablehnender Wertpapierinhaber

---

[716] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44; ebenso *Assmann* AG 2002, 153, 160; *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 53; *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 12 Rn. 37; für die allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinne auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 44. Zur allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im weiteren Sinne siehe unten 3. Teil D.V.1, S. 260.

[717] Anders allerdings die so genannte allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im weiteren Sinne, bei der es sich um eine Haftung aus dem früheren Rechtsinstitut der c.i.c. handelt, die nunmehr in § 311 Abs. 2 und 3 BGB normiert ist. Siehe dazu unten 3. Teil D.V.1, S. 260ff.

der Zielgesellschaft gegen deren Verwaltung Ansprüche aus der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung geltend machen können soll, wenn diese in ihrer nach § 27 WpÜG abzugebenden Stellungnahme fehlerhafte Informationen verbreiten.[718] Solche Ansprüche – sofern man sie überhaupt anerkennt – konkurrieren nur dann mit Ansprüchen aus § 12 Abs. 1 WpÜG, wenn sie von einem annehmenden Wertpapierinhaber gegen ein Verwaltungsmitglied geltend gemacht werden, das auch nach § 12 Abs. 1 WpÜG haftungsverpflichtet ist. Dies kann ausnahmsweise in den Fällen eines *Management Buy Out* gegeben sein.[719] Ohnehin ist aber die zusätzliche Abgabe einer Stellungnahme für den Vorstand dann entbehrlich. Sofern er eine solche dennoch abgibt, werden Ansprüche aus der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung verdrängt und die Verwaltung der Zielgesellschaft haftet als Bieterin wie eine solche nach § 12 Abs. 1 WpÜG. Denkbar ist jedoch, dass der Aufsichtsrat eine Stellungnahme gem. § 27 Abs. 1 Satz 1 WpÜG abgeben muss, wenn er nicht als Bieter an dem Verfahren teilnimmt: Hier wiederum sind die personellen Grenzen der Sperrwirkung des § 12 Abs. 6 WpÜG überschritten, so dass diese Norm Ansprüchen gegen den Aufsichtsrat aus der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung nicht entgegen steht.

## C. Gesellschafts- und konzernrechtliche Ansprüche

Gesellschafts- und konzernrechtliche Ansprüche sind vor allem für diejenigen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft denkbar, die das Angebot ablehnen und in einer dann konzernierten Aktiengesellschaft verbleiben. Wegen der personellen Grenzen der negativen Sperrwirkung des § 12 Abs. 6 WpÜG werden solche Ansprüche nicht verdrängt.

Im Vorfeld eines Angebots sind gesellschafts- oder konzernrechtliche Ansprüche gegen den Bieter kaum denkbar. Etwas anderes kann sich aber dann ergeben, wenn der Bieter – wie bei Pflichtangeboten der Fall, aber auch bei Übernahmeangeboten möglich – an der Zielgesellschaft bereits erheblich beteiligt ist. Unter Umständen können ihn dann Treuepflichten gegenüber den Mitgesellschaftern treffen. Selbst, wenn man aus diesen Treuepflichten konkrete

[718] *Röh* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 27 Rn. 49ff. Vgl. zu der ähnlichen Konkurrenzfrage, die sich bei der Charakterisierung von § 27 WpÜG als Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB ergeben würde unten 3. Teil E.II.3, S. 267ff.
[719] Siehe dazu oben 2. Teil C.I.2.c)dd), S. 141ff.

Schadensersatzansprüche bei fehlerhaften Angebotsunterlagen gegen den Bieter herleiten könnte, würden solche durch die gesetzliche Regelung des § 12 Abs. 6 WpÜG verdrängt.

## D. Ansprüche auf Grund von Verträgen

Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen erhoben werden können, werden nicht von § 12 WpÜG verdrängt (§ 12 Abs. 6 WpÜG). Aus der Wortwahl „auf Grund von Verträgen" lässt sich schließen, dass nicht nur Ansprüche aus Vertrag – also Primäransprüche, gerichtet auf den Erhalt der vertraglich vereinbarten Leistung –, sondern auch Sekundär- mithin also Schadensersatzansprüche neben § 12 WpÜG bestehen können. Denn auch die im BGB vorgesehenen Ansprüche aus Nicht-, Verspätet- oder Schlechtleistung sind Ansprüche auf Grund von Verträgen, nämlich auf Grund von einer Störung der in diesen vereinbarten Leistungen.

### I. Primäransprüche

Wie oben bereits dargestellt, kommt zwischen dem Bieter und den annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ein Wertpapierkauf- bzw. -tauschvertrag zustande, wobei insoweit die Angebotsunterlage als bindendes Angebot auf den Abschluss eines solchen Vertrags anzusehen ist.[720] Gegen Übereignung der Wertpapiere der Zielgesellschaft an den Bieter kann der Annehmende die Erbringung der Gegenleistung in Form von Geld oder Tauschpapieren verlangen. Selbstverständlich ist dieser vertragliche Anspruch auf eine vollständige Erfüllung gerichtet und geht erst danach gem. § 362 BGB wegen Erfüllung unter.[721] Wie schon an anderer Stelle erörtert, sind weder die in der Angebotsunterlage festgelegte Gegenleistung noch die ggf. vereinbarten Bedingungen im Sinne von § 18 WpÜG i.V.m. §§ 158ff. BGB als Angaben im Sinne von §12 Abs. 1 WpÜG anzusehen.[722] Eine Kollision mit § 12 WpÜG bei

[720] Zu dieser rechtlichen Funktion der Angebotsunterlage siehe oben 1. Teil B.III.1, S. 28ff.
[721] Dies übersieht *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 26, wenn er behauptet, der Wertpapierinhaber könne nach § 12 Abs. 1 WpÜG die vollständige Leistung der angebotenen Gegenleistung verlangen, wenn der Bieter diese noch nicht vollständig erbracht hat. Ein solcher Anspruch scheitert in dem von *Renner* a.a.O. gebildeten Fall schon daran, dass die Angebotsunterlage gar nicht fehlerhaft ist, selbst, wenn man die Festlegung der Gegenleistung fälschlich als Angabe im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG ansieht. Vgl. hierzu schon Fn. 117.
[722] Siehe oben 1. Teil B.III.2.d)aa), S. 46.

fehlerhafter Darstellung der Gegenleistung selbst oder der Vertragsbedingungen ist daher ausgeschlossenen, da nach den allgemeinen Grundsätzen diese Fehler bzw. Unklarheiten im Wege der (notfalls ergänzenden) Vertragsauslegung beseitigt werden.

## II. Primärleistungsergänzungsansprüche

§ 31 WpÜG i.V.m. §§ 3ff. WpÜAngVO enthalten umfangreiche Bestimmungen zur Angemessenheit der bei Übernahme- oder Pflichtangeboten anzubietenden Gegenleistung. Festgelegt werden insoweit Mindestgrenzen sowohl hinsichtlich der Art als auch der Höhe der anzubietenden Gegenleistung, bei deren Unterschreiten die Angemessenheit in keinem Fall gewahrt ist. Umgekehrt folgt hieraus, dass die Angemessenheit nicht schon dann gegeben sein muss, wenn die Mindestgrenzen eingehalten werden.[723] Maßstab für die Ermittlung der Mindestgrenze bilden zunächst Aktienerwerbe oberhalb bestimmter Bagatellgrenzen vor, während oder nach der Angebotsphase, daneben der inländische oder ausländische durchschnittliche Börsenkurs der Wertpapiere der Zielgesellschaft innerhalb eines bestimmten Referenzzeitraums[724] sowie in Ermangelung aussagekräftiger Daten unter Zugrundelegung der beiden vorhergehenden Kategorien der Unternehmenswert der Zielgesellschaft (vgl. §§ 5 Abs. 6, 6 Abs. 6 WpÜAngVO).[725]

### 1. Relevante Vorerwerbe

Gem. § 4 Satz 1 WpÜAngVO muss die angebotene Gegenleistung mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter oder einer mit ihm gemeinsam handelnden Person oder deren Tochterunternehmen innerhalb der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage gewährten oder vereinbarten Gegenleistung entsprechen. Diese Vorschrift führt dazu, dass die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, denen gegenüber ein Übernahme- oder Pflichtangebot

[723] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 8.
[724] Die BAFin veröffentlicht die ihr gem. § 9 WpHG gemeldeten, nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurse auf ihrer Homepage (http://www.bafin.de).
[725] Zu den hierbei entstehenden praktischen und rechtlichen Problemen siehe *Haarmann* ZIP 2001, 2249, 2253; *Oechsler* NZG 2001, 817, 819f.; *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 36 und 45.

abgegeben wird, an vorerwerblich gewährten Prämien oder Paketzuschlägen in voller Höhe partizipieren.[726]

Korrespondierend zu dieser Regelung statuiert § 11 Abs. 4 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 7 WpÜAngVO die Pflicht des Bieters, solche relevanten Vorerwerbe als ergänzende obligatorische Angabe in die Angebotsunterlage aufzunehmen. Fehlt diese Angabe oder ist sie unrichtig, so kommt ein Schadensersatzanspruch aus § 12 WpÜG in Betracht, denn es wird sich stets um eine wesentliche Angabe handeln, da sie die Beurteilung der Angemessenheit der den annehmenden Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft zu zahlenden Gegenleistung berührt. Ein Schaden könnte dann zu bejahen sein, wenn die beim Vorerwerb gewährte Gegenleistung die im Übernahme- oder Pflichtangebot angebotene Gegenleistung wertmäßig übersteigt.

Bedenken zu dieser Lösung ergeben sich aber aus systematischen Gründen: § 4 WpÜAngVO enthält eine Preisregelung, die in Form einer Mindestgrenze die Höhe der Hauptleistungspflicht bestimmt. Daraus ergibt sich, dass die bei den Vorerwerben gezahlte Gegenleistung den Aktionären mindestens anzubieten ist. Stellt sich nun aber nach der Angebotsannahme heraus, dass der relevante Vorerwerb in der Angebotsunterlage nicht richtig dargestellt wurde, so erscheint es unbefriedigend, Ergänzungsansprüche in Form eines Schadensersatzes und abhängig vom Verschulden des Bieters bzw. eines sonstigen Haftungsverpflichteten zu gewähren. Zu bedenken ist darüber hinaus, dass Ansprüche aus § 12 Abs. 1 WpÜG nur auf den Ersatz des negativen Interesses[727] gerichtet sind: Der annehmende Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ist so zu stellen, wie er stünde, wenn er die wahre Sachlage gekannt hätte und gerade nicht so wie er stünde, wenn der Bieter die Angabe richtig aufgenommen hätte.[728] Hiervon ist ein Anspruch auf Zahlung der angemessenen Gegenleistung nicht umfasst, da der Wertpapierinhaber auch bei Kenntnis des Vorerwerbs keine Möglichkeit gehabt hätte, etwa durch Nichtannahme des Angebots die angemessene Gegenleistung zu erhalten.[729] Hinzu kommt, dass in den sachlich vergleichbaren Fällen, in denen zwar der relevante Vorerwerb

[726] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 80; vgl. auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 11.
[727] Einzelheiten dazu siehe oben 2. Teil C.VI.4.a), S. 193ff.
[728] Vgl. zu der Parallelproblematik bei der Konkurrenz zu dem auf Ersatz des positiven Interesses gerichteten Anspruch aus § 13 Abs. 2 WpÜG unten 3. Teil D.III.3, S. 254ff.
[729] Anders offenbar *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 89.

korrekt dargestellt wurde, aber bei der angebotenen Gegenleistung dennoch unberücksichtigt blieb, § 12 Abs. 1 WpÜG überhaupt keinen Anspruch gewähren würde.

### *a) Analoge Anwendung der §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG auf relevante Vorerwerbe*

Aus der Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot angenommen haben, macht es keinen Unterschied, ob der maßgebliche Vorerwerb vor, während oder nach der Angebotsphase getätigt wurde. Bei relevanten Parallel- bzw. Nacherwerben sieht das Gesetz aber in § 31 Abs. 4 bzw. § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG verschuldensunabhängige Ergänzungsansprüche vor.[730] Diese Regelungen waren notwendig, weil der Bieter relevante Parallel- oder Nacherwerbe nicht unbedingt vorhersehen und deshalb auch nicht in die Angebotsunterlage aufnehmen kann. Der Gesetzgeber hat allerdings übersehen, dass auch die Erwähnung von relevanten Vorerwerben unterbleiben kann, ohne dass dies zwingend leichtfertig oder vorsätzlich geschehen muss.[731] Überdies käme es auch wegen der kurzen Verjährung der Ansprüche aus § 12 WpÜG zu einem Wertungswiderspruch mit den Ergänzungsansprüchen aus § 31 Abs. 4 bzw. § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG, da diese mangels abweichender Bestimmung der allgemeinen Verjährung nach §§ 194ff. BGB unterliegen.

Richtig erscheint es daher, § 31 Abs. 4 bzw. § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG analog anzuwenden, wobei nach den Vorgaben dieser Normen zu differenzieren ist: Wird der Vorerwerb noch während des Laufs der Annahmefrist bis zur Veröffentlichung des Gesamtergebnisses gem. § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG bekannt – etwa auf Grund einer Berichtigung der Angebotsunterlage gem. § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG[732] – so erhöht sich gem. § 31 Abs. 4 WpÜG analog automatisch die geschuldete Gegenleistung um den Unterschiedsbetrag zur Vorerwerbsgegenleistung.[733] Wird der Vorerwerb nach der angesprochenen Veröffentlichung bekannt, so erhalten die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot angenommen haben, analog § 35 Abs. 5 Satz 1 WpÜG einen neben den in der Regel bereits erfüllten Anspruch auf die tat-

---

[730] Vgl. dazu gleich 3. Teil D.II.2, S. 246.

[731] Soweit ersichtlich, wird diese Frage in der Literatur bislang nicht erörtert. Allgemein zum Verhältnis von § 12 zu § 31 WpÜG *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 89, die diese Fragen allerdings als klärungsbedürftig offen lassen.

[732] Siehe dazu im Einzelnen oben 2. Teil C.V.6.d), S. 179ff.

[733] Zur Berechnung der Höhe des Unterschiedsbetrags im Rahmen von § 31 Abs. 4 WpÜG siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 72.

sächlich angebotene Gegenleistung ergänzenden Anspruch, gerichtet auf den Unterschiedsbetrag zur Vorerwerbsgegenleistung.[734]

### b) Rechtsnatur der Primärleistungsergänzung analog §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG

Lehnt man die hier vertretene Auffassung der analogen Anwendung der §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG auf relevante Vorerwerbe ab, so können die annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft eine Anpassung der Gegenleistung an die Vorgaben in § 4 WpÜAngVO nur im Wege eines Anspruchs aus § 12 WpÜG verlangen. Ein Konkurrenzproblem stellt sich dann nicht.

Folgt man der hier vertretenen Auffassung, so stellt sich im Verhältnis zu § 12 WpÜG die Frage nach der Rechtsnatur der Ergänzungsansprüche. Denn diese würden durch § 12 Abs. 6 WpÜG ja nur dann nicht verdrängt, wenn es sich um Ansprüche handeln würde, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen erhoben werden können. Versteht man unter dem Terminus „bürgerliches Recht“ lediglich die Vorschriften des BGB, so könnte man zu dem Ergebnis kommen, die §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG fielen nicht hierunter, da sie nicht im BGB verortet sind. Hätte der Gesetzgeber diese Einschränkung tatsächlich gewollt, so wäre es naheliegend gewesen, explizit auf das BGB abzustellen. Hinzu kommt, dass diese Primärleistungsergänzung wegen des Sachzusammenhangs zwar im WpÜG geregelt ist, dennoch aber als besonderes Vertragsrecht angesehen werden kann, da es um die Modifizierung vertraglicher Hauptleistungspflichten geht. Aus diesen Gründen ist die Anwendbarkeit von der Ausnahme des § 12 Abs. 6 WpÜG gedeckt, so dass § 12 WpÜG und §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG analog prinzipiell nebeneinander zur Anwendung gelangen können.

Wie schon gezeigt, wird § 12 WpÜG aber wenig nützen, da die Ergänzung der Primärleistung nicht vom Ersatz des negativen Interesses umfasst sein wird. Hinzu kommt ein weiteres Problem im Zusammenhang mit dem Schadenserfordernis bei § 12 Abs. 1 WpÜG: Bei der analogen Anwendung von § 31 Abs. 4 WpÜG auf unberücksichtigte Vorerwerbe, die während der

[734] Zur Berechnung der Höhe des Unterschiedsbetrags im Rahmen von § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 80.

Annahmefrist offengelegt werden, kommt es zu einer Anpassung der vertraglich geschuldeten Gegenleistung kraft Gesetzes, ohne dass es hierzu des Zutuns des Bieters oder des annehmenden Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft bedürfte.[735] Dann kann ihm aber kein Schaden entstanden sein, da er ja nach wie vor den Primäranspruch auf die nunmehr erhöhte Gegenleistung hat. Er steht damit genau so da, wie in dem Fall, in dem der Bieter von vornherein den Vorerwerb richtig berücksichtigt hätte bei der Bemessung der Gegenleistung.

Ähnliches gilt bei der analogen Anwendung von § 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG: Hier kommt es zwar nicht zu einer gesetzlichen Modifikation des Schuldverhältnisses, doch hat der annehmende Wertpapierinhaber einen selbständigen Primärleistungsergänzungsanspruch, der einen Schaden entfallen lässt. Nur wenn diese Ansprüche nicht werthaltig sind, etwa, weil sie auf Grund einer zwischenzeitlichen Insolvenz des Bieters nicht durchsetzbar sind, lässt sich ein Schaden bejahen. Doch in solchen Fällen wird ein Schadensersatzanspruch gegen den Bieter ohnehin wenig nützen. Dem Wertpapierinhaber bleibt dann aber der Weg über die Inanspruchnahme eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 13 WpÜG.[736]

## 2. Relevante Parallel- und Nacherwerbe

Relevante Parallel- oder Nacherwerbe führen immer dann zu einer Erhöhung des Primärleistungsanspruchs, wenn sie nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage bzw. des Gesamtergebnisses nach Ablauf der Annahmefrist erfolgen. Gem. § 31 Abs. 6 WpÜG genügt schon der Abschluss des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts für die Berücksichtigung des Erwerbs. Da relevante Parallel- oder Nacherwerbe in der Angebotsunterlage weder angegeben werden müssen noch in den meisten Fällen können, kommt eine Kollision von Primärleistungsergänzungsansprüchen aus der direkten Anwendung von §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG mit Ansprüchen aus § 12 WpÜG nicht in Betracht. Denn die Angebotsunterlage kann in dieser Hinsicht nicht fehlerhaft sein.

---

[735] So genannte Legalnovation, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 31 Rn. 71.
[736] Dazu siehe unten 3. Teil D.III, S. 247ff.

## III. Ausfallhaftung gem. § 13 Abs. 2 WpÜG

Sofern der Bieter als Gegenleistung – ggf. unter anderem – eine Gegenleistung in Geld anbietet, muss er gem. § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG eine schriftliche Finanzierungsbestätigung von einem unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen[737] einholen. Es ist zu bestätigen, dass der Bieter seine Verpflichtung aus § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG erfüllt und die notwendigen Maßnahmen zur Finanzierung des Angebots getroffen hat.[738] Die Finanzierungsbestätigung ist gem. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG als ergänzende Angabe der Angebotsunterlage beizufügen.

Durch diese Pflicht soll die Finanzierung des Angebots sicher gestellt werden.[739] So kann gewährleistet werden, dass der Kapitalmarkt von nicht finanzierbaren und damit unseriösen Angeboten verschont bleibt. Die Fernhaltung unseriöser Angebote wiederum dient der Zielgesellschaft, die durch die Veröffentlichung eines Angebots in ihrer Geschäftstätigkeit erheblich eingeschränkt wird. Mittelbar kommt der so erreichte Schutz auch den Anteilseignern und Beschäftigten der Zielgesellschaft zugute, auf die sich solche Behinderungen anderenfalls auswirken könnten.[740] Gleichermaßen geschützt wird aber auch der Bieter selbst sowie ggf. dessen Anteilseigner und Beschäftigte: Denn die Notwendigkeit, im Vorfeld der Abgabe eines öffentlichen Angebots die Finanzierung sicherstellen und bei Barangeboten von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen attestieren lassen zu müssen, wird vielfach verhindern, dass sich der Bieter mit seinem Angebot finanziell übernimmt.[741]

Scheitert die Finanzierung dennoch infolge mangelnder Sicherungsmaßnahmen, so gewährt § 13 Abs. 2 WpÜG denjenigen, die das Angebot angenommen haben, einen selbständigen Schadensersatzanspruch gegenüber dem bestätigenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Neben dem oben beschriebenen Schutzreflex mittels der Finanzierungssicherstellungs-

---

[737] Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss die Voraussetzungen des § 4 Abs. 4 WpHG erfüllen und zusätzlich sachlich und personell unabhängig vom Bieter sein; vgl. hierzu *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 6f.; *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1424ff.

[738] Die Verpflichtung zur Sicherstellung der Finanzierung trifft den Bieter sowohl für Bar- als auch für Tauschangebote. Das Testat des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ist nach dem Gesetzeswortlaut aber nur bei Barangeboten erforderlich. Zu den einzelnen Finanzierungsmöglichkeiten und zu der Voraussetzung der Sicherstellung siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 3f.; *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1422 und 1426ff.

[739] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 1.

[740] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 2.

[741] Zu dem Aspekt der Schutzrichtungen des § 13 WpÜG siehe *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 2.

pflicht bietet § 13 Abs. 2 WpÜG den annehmenden Wertpapierinhabern daher einen individuellen Vermögensschutz.

## 1. Rechtsnatur der Ausfallhaftung

§ 13 Abs. 2 WpÜG knüpft die Haftung für die „nicht vollständige Erfüllung" an eine fehlerhafte Sicherstellung der Finanzierung. Hinsichtlich der Einzelheiten der Haftung ordnet § 13 Abs. 3 WpÜG die entsprechende Geltung des § 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG an. Die Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens lässt sich daher als verschuldensabhängige Prospekthaftung beschreiben, bei der die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage funktional durch die Fehlerhaftigkeit der Bestätigung der Sicherstellung der Finanzierung ersetzt wird.[742] Dies ergibt sich zwar nicht aus dem Wortlaut von § 13 Abs. 2 WpÜG, weil danach Tatbestandsvoraussetzung nur die fehlende Sicherstellung selbst ist, nicht aber auch die fehlerhafte Bestätigung. Diese Sicherstellung fällt aber originär in den Verantwortungsbereich des Bieters, während das beauftragte Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur die Testierung verantwortet. § 13 Abs. 3 i.V.m. § 12 Abs. 2 WpÜG ermöglicht dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen jedoch, fehlendes Verschulden nachzuweisen, was nur dann eine sinnvolle Regelung sein kann, wenn die Haftung (eigenes) Verschulden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens voraussetzt. Dieses wiederum kann sich nur auf die Bestätigung, nicht aber auf die Sicherstellung der notwendigen Finanzierung selbst beziehen.[743]

In der Rechtsfolge gewährt § 13 Abs. 2 WpÜG einen Schadensersatzanspruch, der nach der Gesetzesbegründung darauf gerichtet sein soll, den annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft so stellen, als hätte der Bieter ordnungsgemäß erfüllt.[744] Anders als im Rahmen von § 12 WpÜG richtet sich der Anspruch aus § 13 Abs. 2 WpÜG damit auf das positive Interesse.[745] Dies ist sinnvoll, wenn man sich den wirtschaftlichen und rechtlichen Hintergrund einer möglichen Haftung aus § 13 Abs. 2 WpÜG vor Augen führt: Zunächst kommt zwischen dem annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft und dem Bieter

---

[742] Vgl. Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44; ebenso *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1429.
[743] Widersprüchlich daher *Vogel* ZIP 1421, 1429, der zunächst die funktionale Gleichstellung von Angebotsunterlage und Testat feststellt, dann als haftungsauslösenden Tatbestand eine Pflichtverletzung des Bieters für erforderlich hält und insoweit von einer reinen Erfolgshaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens spricht, und diesem dann wiederum die Exkulpationsmöglichkeit nach § 12 Abs. 2 WpÜG einräumt.
[744] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44.
[745] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 14; *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1429.

ein Wertpapierkaufvertrag zustande, aus dem der Bieter zur Zahlung des von ihm angebotenen Geldbetrags Zug-um-Zug gegen Übereignung der Wertpapiere der Zielgesellschaft verpflichtet ist.[746] Scheitert nun die Finanzierung des Angebots, so dass der Bieter seine Verpflichtungen nicht erfüllen kann, bleibt der annehmende Wertpapierinhaber grundsätzlich auch Eigentümer der Wertpapiere der Zielgesellschaft, da in aller Regel das Wertpapiergeschäft erst nach Zahlung des Preises abgewickelt wird.[747] Sinkt nun nach Bekanntwerden der Finanzierungsprobleme des Bieters der Börsenkurs der Wertpapiere der Zielgesellschaft, so kann der Wertpapierinhaber die Differenz zwischen dem Börsenkurs und dem Angebotspreis von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen ersetzt verlangen, wenn die übrigen Voraussetzungen des § 13 Abs. 3 i.V.m. § 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG gegeben sind.

Angesichts der auf Ersatz des positiven Interesses gerichteten Rechtsfolge findet sich in der Literatur zum Teil die Ansicht, seiner Rechtsnatur nach handele es sich bei § 13 Abs. 2 WpÜG um eine spezialgesetzliche Regelung eines Vertrags mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter.[748] Der Einholung der Finanzierungsbestätigung liege ein Geschäftsbesorgungsvertrag zwischen Bieter und beauftragtem Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu Grunde, der wiederum durch § 13 Abs. 2 Schutzwirkung zu Gunsten der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft entfalte.[749] Wäre dies richtig, so müsste als Haftungsgrund die Verletzung einer sich aus diesem Geschäftsbesorgungsvertrag ergebenden Nebenleistungspflicht herangezogen werden, deren Verletzung sich erkennbarer und typischer Weise schädigend auf Dritte auswirkt.

Dem kann so aber nicht zugestimmt werden: Zum einen kann das vertragliche Innenverhältnis zwischen Bieter und Wertpapierdienstleistungsunternehmen keinen Einfluss auf eine Haftung im Außenverhältnis zu den annehmenden Wertpapierinhabern haben. Zum anderen haftet das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, wenn der Bieter seiner Hauptleistungspflicht aus den mit den annehmenden Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft geschlossenen Verträgen nicht nachkommen kann, ohne dass hierbei gleichzeitig eine Nebenpflichtverletzung des Vertrags zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Bieter gegeben sein muss.

---

[746] Vgl. zu den rechtlichen Einzelheiten des Vertragsschlusses und zur Vertragsangebotsfunktion der Angebotsunterlage oben 1. Teil B.III.1, S 28ff.
[747] Zur Vertragsdurchführung siehe oben 1. Teil B.III.1.f), S. 37ff.
[748] *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1429.
[749] *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1428.

Richtig erscheint es demgegenüber, die Haftung aus § 13 Abs. 2 WpÜG als weiteren spezialgesetzlichen Prospekthaftungsanspruch mit modifizierter Rechtsfolge anzusehen. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen steht für die Richtigkeit der von ihm abgegebenen Finanzierungsbestätigung, die wegen § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG den annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft bekannt gemacht wird, verschuldensabhängig ein. Von der Rechtsfolge her steht das Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die Erfüllung der Verbindlichkeiten des Bieters ein und übernimmt – begrenzt durch das Verschuldenserfordernis – bis zu einem gewissen Grad das Forderungsausfallrisiko, das bei Fehlen des § 13 Abs. 2 WpÜG der annehmende Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft tragen müsste.[750] Vom Umfang her umfasst diese Risikoübernahme auch das Insolvenzrisiko, wobei § 13 Abs. 2 WpÜG nicht voraussetzt, dass der Bieter zahlungsunfähig wird oder Insolvenzantrag stellt.[751]

## 2. Einzelheiten der Ausfallhaftung

Wegen des Verweises von § 13 Abs. 3 WpÜG auf § 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG kommt es zu einem relativen Gleichlauf der beiden Haftungsnormen. Neben der Vereinheitlichung der Verjährung und des Verbots antizipierter Haftungsbeschränkungen bedeutet dies, dass auch die anderen Tatbestandsvoraussetzungen des § 12 Abs. 2 und 3 WpÜG erfüllt sein müssen.

### *a) Fehlerhaftigkeit der Finanzierungsbestätigung*

Zunächst muss die Finanzierungsbestätigung unrichtig oder unvollständig sein. Hier ist zu unterscheiden: Sofern die bestätigten Maßnahmen in Wirklichkeit nicht getroffen wurden, ist die Fehlerhaftigkeit gegeben. Sofern hingegen die Maßnahmen zwar getroffen wurden, sie aber entgegen der Bestätigung die Finanzierung nicht sicherstellen, gelten die für fehlerhafte Werturteile dargestellten Grundsätze, mit der Folge, dass eine Unrichtigkeit dann angenom-

[750] In dieser Hinsicht zu weit *Thaeter/Barth* NZG 2001, 545, 548, die dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen das gesamte Insolvenzrisiko aufbürden.
[751] Insofern zu eng daher *Thaeter/Barth* NZG 2001, 545, 548. In der Praxis wird mit dem Scheitern der Finanzierung allerdings zumeist die Zahlungsunfähigkeit des Bieters einhergehen. Siehe auch unten 3. Teil D.III.2.b), S. 251.

men werden kann, wenn es nach dem Stand der Wissenschaft objektiv nicht vertretbar erscheint, die konkret getroffenen Maßnahmen als ausreichend sicher zu beurteilen.[752]

### *b) Nichtvollerfüllung des Hauptleistungsanspruchs*

Nach dem Wortlaut des § 13 Abs. 2 WpÜG richtet sich der Anspruch auf den Ersatz des Schadens, der durch die nicht vollständige Erfüllung der vertraglich dem annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft geschuldeten Gegenleistung entstanden ist. Die Voraussetzungen des Vorliegens einer solchen Nichtvollerfüllung werden in der juristischen Literatur bislang nicht erörtert. Aus dem Gesetz ergibt sich aber, dass diese Nichtvollerfüllung auf dem Scheitern der Sicherstellung der Finanzierung des Angebots beruhen muss. Ein Anspruch aus § 13 Abs. 2 WpÜG ist daher z.B. zu bejahen, wenn der Bieter zum Erfüllungszeitpunkt nicht über hinreichend liquide Mittel verfügt und deshalb die Forderungen gar nicht oder nur quotal erfüllt. Demgegenüber kann ein Anspruch dann nicht bestehen, wenn die Nichterfüllung auf anderen Gründen beruht: Ist bspw. der Bieter der Auffassung, eine Wirksamkeitsbedingung des Angebots sei nicht eingetreten[753] und verweigert er deshalb die Zahlung der versprochenen Gegenleistung, so können die annehmenden Wertpapierinhaber nicht alternativ gegen das bestätigende Wertpapierdienstleistungsunternehmen vorgehen. Sie müssen vielmehr ihren vertraglichen Anspruch gegen den Bieter einklagen und hierbei nach allgemeinen Grundsätzen den Nachweis des Eintritts des der Bedingung zugrunde liegenden Ereignisses erbringen.

Anders wäre es nur dann, wenn der Streit um den Nichteintritt nur vorgeschoben wurde, weil der Bieter sich der Verpflichtung aus dem Angebot auf Grund eines finanziellen Engpasses entziehen will. Hieraus ergibt sich auch, dass die Nichtvollerfüllung nicht zwingend die eingetretene Zahlungsunfähigkeit des Bieters oder gar dessen Insolvenzantrag voraussetzt. Es genügt, dass die Nichtvollerfüllung des Anspruchs auf die Gegenleistung erfolgte, um finanzielle Engpässe zu vermeiden. Gleichwohl werden etwaige Ansprüche aus § 13 Abs. 2 WpÜG in der Praxis hauptsächlich in Fällen einer drohenden Bieterinsolvenz eine Rolle spielen.

---

[752] Siehe oben 2. Teil C.III.1.b), S. 153ff.
[753] Zu Möglichkeit und Grenzen der Implementierung von Wirksamkeitsbedingungen in das Angebot siehe oben 1. Teil B.III.1.c)bb), S. 31ff.

### c) Verschulden und Mitverschulden

Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann sich gem. § 13 Abs. 3 i.V.m. § 12 Abs. 2 WpÜG dadurch entlasten, dass es nachweist, die Fehlerhaftigkeit der Finanzierungsbestätigung weder gekannt noch grob fahrlässig nicht gekannt zu haben. Ebenso wie bei der Angebotsunterlagenhaftung kommt es für den Zeitpunkt der Fehlerhaftigkeit der Finanzierungsbestätigung auf den Zeitpunkt der Annahme des Angebots durch den Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft an.[754] Um einer Haftung gegenüber später Annehmenden zu entgehen, muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen also unter Umständen eine Neubewertung der Sicherstellung vornehmen, wenn sich während der Angebotsphase herausstellen sollte, dass die Sicherstellung der Finanzierung des Angebots nicht mehr gegeben ist. Entsprechend verhält es sich, wenn die Finanzierungsbestätigung anfänglich fehlerhaft war: Dann kann durch eine öffentliche Berichtigung gem. § 13 Abs. 3 i.V.m. § 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG die Haftung gegenüber später Annehmenden ausgeschlossen werden.[755]

### d) Schadensumfang

Ersetzt wird der Schaden, der dem annehmenden Wertpapierinhaber aus der nicht vollständigen Erfüllung entsteht. Der Gesetzgeber hat offenbar Fälle vor Augen gehabt, in denen der Bieter nach Ende der Annahmefrist wegen fehlender ausreichender finanzieller Mittel allen Wertpapierinhabern nur einen Teil ihres Anspruchs erfüllt oder diese nach der Stellung des Insolvenzantrags auf eine Quote beschränkt bleiben. Das Merkmal der „nicht vollständigen Erfüllung“ erfasst aber auch Fälle, in denen der Bieter manchen Wertpapierinhabern den gesamten Angebotspreis und später Annehmenden nichts mehr bezahlen kann. Sofern die Wertpapierinhaber noch Eigentümer der angedienten Wertpapiere sind, müssen sie sich den Restwert der Papiere anspruchsmindernd anrechnen lassen.

Die Nichterfüllung muss kausal auf der mangelnden Sicherstellung der Finanzierung bzw. deren Falschbeurteilung beruhen. Nach einer in der Literatur vertretenen Ansicht soll dieses Kausalitätserfordernis dazu führen, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dann nicht haftet, wenn zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage das Scheitern

[754] Vgl. oben 2. Teil C.III.1.e)bb), S. 159ff.
[755] Siehe oben 2. Teil C.V.6.d), S. 179ff.

der Finanzierung nicht absehbar war.[756] Dem kann so nicht zugestimmt werden: Zunächst ist die Finanzierungsbestätigung schon gar nicht anfänglich fehlerhaft, wenn die Sicherstellung der Finanzierung gegeben war, sie aber im Laufe der Angebotsphase nicht mehr gegeben ist.[757] Erfährt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen von dem zwischenzeitlichen Wegfall der Sicherstellung oder hätte es diesen erkennen müssen, so wird die Finanzierungsbestätigung fehlerhaft und das Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss sein Testat aktualisieren, wenn es eine Haftung für folgende annehmende Wertpapierinhaber vermeiden will.[758] Genau genommen geht es also um eine Frage des Verschuldens und nicht der Kausalität.

#### *e) Das rechtliche Schicksal der Wertpapiere der Zielgesellschaft*

Äußerst zweifelhaft ist das rechtliche Schicksal der Wertpapiere der Zielgesellschaft: So ist vertreten worden, das Wertpapierdienstleistungsunternehmen sei zur Übernahme der Wertpapiere Zug-um-Zug gegen Erstattung der vom Bieter angebotenen Gegenleistung verpflichtet.[759] Nach einer anderen Ansicht gebe es zwar keine solche Verpflichtung, aber ein entsprechendes Recht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, was wirtschaftlich einer *Put*-Option gleichkomme.[760] Zuletzt findet sich die Ansicht, es gebe jedenfalls keine Pflicht des Wertpapierinhabers, die Wertpapiere der Zielgesellschaft an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu übereignen.[761]

Festzuhalten ist zunächst, dass § 13 Abs. 2 WpÜG nicht verlangt, dass der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft tatsächlich noch Eigentümer der Wertpapiere ist. Er darf also auch seine Wertpapiere über die Börse veräußern, ohne dass er den Differenzanspruch zum Angebotspreis verliert. Unter Umständen muss er dies sogar tun, um seiner Schadensminderungspflicht zu genügen.[762] Jedenfalls aber ist es ihm nicht zumutbar, die Wertpapiere zu behalten, wenn feststeht, dass der Bieter die Gegenleistung nicht mehr erbringen wird und der Wertpapierin-

---

[756] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 15; anders *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1429, der ja die Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens als Erfolgshaftung ansieht (vgl. insoweit aber auch oben Fn. 743).
[757] So auch *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 15.
[758] Inkonsequent insoweit daher *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 15, die hinsichtlich der Richtigkeit der Angebotsunterlage eine kapitalmarktrechtliche Aktualisierungspflicht bejahen, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 11 Rn. 14f.
[759] *Thaeter/Barth* NZG 2001, 545, 548.
[760] *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1429.
[761] *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 21.
[762] Vgl. zur ähnlich gelagerten Schadensminderungspflicht bei Ansprüchen aus § 12 WpÜG oben 2. Teil C.VI.4.c)dd), S. 204ff.

haber nun auf einen verschuldensabhängigen Schadensersatzanspruch aus § 13 Abs. 2 WpÜG angewiesen ist, um doch noch in den Genuss der vollen Gegenleistung zu kommen.

Ist der Wertpapierinhaber demgegenüber nach wie vor Eigentümer der Wertpapiere, so bleibt es im Rahmen der Schadensabwicklung ihm überlassen, ob er die Wertpapiere an das Wertpapierdienstleistungsunternehmen übereignen will gegen Erstattung des gesamten Angebotspreises oder ob er nur die Differenz zur jetzigen Werthaltigkeit der Wertpapiere der Zielgesellschaft geltend macht. Abhängig von der Wahl des Anspruchsberechtigten ist eine Pflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zur Übernahme der Wertpapiere daher gegeben. Ein entsprechendes Recht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, die Übereignung der Wertpapiere gegen den Willen des Wertpapierinhabers zu verlangen, lässt sich aus dem Schadensrecht demgegenüber nicht begründen. Zwar mag es aus der Sicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens sinnvoll sein, zur Vermeidung eines weiteren Kurseinbruchs und damit ansteigender Schadensersatzverpflichtungen die Wertpapiere der Zielgesellschaft aufzukaufen.[763] Gleichwohl lässt sich eine entsprechende Veräußerungsverpflichtung des Wertpapierinhabers nicht herleiten. Sie kann sich auch nicht aus einer Schadensminderungspflicht ergeben, weil der Wertpapierinhaber nicht dazu verpflichtet sein kann, den Schaden zu mindern, der dem Anspruchsgegner dadurch entsteht, dass er Dritten gegenüber ggf. höheren Schadensersatz leisten muss.

### 3. Verhältnis zu § 12 WpÜG

Nach Auffassung des Gesetzgebers tritt der Anspruch aus § 13 Abs. 2 WpÜG neben Ansprüchen aus § 12 WpÜG.[764] Ob dem zuzustimmen ist, ist allerdings zweifelhaft, wie folgende Überlegungen zeigen:

Gem. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpÜG müssen in der Angebotsunterlage Angaben zu den zur Sicherstellung der Finanzierung getroffenen Maßnahmen und gem. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG die Finanzierungsbestätigung selbst mit aufgenommen werden. Scheitert nun die Finanzierung, weil die angegebenen Maßnahmen tatsächlich nicht getroffen wurden oder weil sie zwar getroffen wurden, aber die Sicherstellung nicht gewährleisten konnten, so war nicht

[763] *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1429.
[764] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44.

nur das Testat, sondern auch die Angebotsunterlage fehlerhaft. Grundsätzlich wäre daher eine Anspruchskonkurrenz von § 12 WpÜG zu § 13 Abs. 2 WpÜG in den meisten Konstellationen denkbar.

Nun wurde an anderer Stelle jedoch dargelegt, dass bei reinen Barangeboten den annehmenden Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft kein ersatzfähiger Schaden im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG entstehen kann.[765] Dies bestätigt sich für die hier interessierenden Konstellationen, wenn man bedenkt, dass § 12 WpÜG auf den Ersatz des negativen Interesses gerichtet ist: Der annehmende Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ist so zu stellen, wie er bei Kenntnis der wahren Sachlage stünde. Hätte er die mangelnde Sicherstellung der Finanzierung gekannt und dennoch das Angebot angenommen, so kann er keinen Anspruch aus § 12 WpÜG geltend machen, da sich die Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage nicht auf seinen Entschluss ausgewirkt hätte. Hätte er das Angebot bei Kenntnis der Sachlage aber nicht angenommen, so hätte er seine Wertpapiere zwar behalten, jedoch keinen Anspruch auf die Gegenleistung gehabt. Wirtschaftlich steht er also genau so da wie er nach dem tatsächlichen Geschehensablauf dasteht: Denn auch in den nach § 13 Abs. 2 WpÜG relevanten Konstellationen behält er die Wertpapiere der Zielgesellschaft, während der vertragliche Anspruch gegen den Bieter auf Erbringung der Gegenleistung nicht mehr werthaltig ist. Ihm ist daher kein ersatzfähiger Vertrauensschaden entstanden, sondern er kann seinen vertraglichen Hauptleistungsanspruch nicht mehr durchsetzen. Hier macht sich der Unterschied zwischen dem nach § 12 Abs. 1 WpÜG zu ersetzenden Vertrauensschaden und dem nach § 13 Abs. 2 WpÜG zu ersetzenden Nichterfüllungs- bzw. Nichtvollerfüllungsschaden bemerkbar. Bei reinen Barangeboten kann es daher nicht zu einer Anspruchskonkurrenz zwischen diesen beiden Ansprüchen kommen.[766]

Komplizierter ist die Rechtslage bei Angeboten, bei denen dem Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft die Wahl zwischen einer Bargegenleistung oder Tauschwertpapieren eröffnet wird. Entscheidet dieser sich für die Annahme des Tauschangebots, so scheidet wegen der Beschränkung auf Barangebote ein Anspruch aus § 13 Abs. 2 WpÜG auch dann aus, wenn die Finanzierung des Angebots durch Ausgabe von Wertpapieren nicht sichergestellt war. Denk-

[765] Siehe dazu oben 2. Teil C.VI.3.b), S. 189ff.
[766] Anders offenbar *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 13 Rn. 12; *Vogel* ZIP 2002, 1421, 1429; ohne allerdings die einzelnen Sachverhalte näher zu beleuchten.

bar ist dies bspw., wenn die dazu durchzuführende Kapitalerhöhung bei einem Bieter in Rechtsform einer AG aus irgendwelchen Gründen gescheitert ist. Hätte der Wertpapierinhaber nun gewusst, dass die Durchführung der Kapitalerhöhung nicht sicher war, so hätte er möglicherweise das Angebot dennoch angenommen, aber die Bargegenleistung gewählt. In diesen Fällen kann er die Erbringung der Barleistung von dem Bieter zwar aus § 12 WpÜG verlangen: Ist dieser jedoch nicht mehr in der Lage, diese Schadensersatzverpflichtung zu erfüllen, so kann der Wertpapierinhaber gleichzeitig einen Anspruch auf Erfüllung der hypothetischen Barverpflichtung des Bieters gegen das bestätigende Wertpapierdienstleistungsunternehmen haben, wenn die weiteren Voraussetzungen des § 13 Abs. 3 WpÜG i.V.m. § 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG bezüglich des Scheiterns der Erfüllung der Schadensersatzverpflichtung auf Grund der Bieterinsolvenz erfüllt sind. In diesen Konstellationen sind daher Ansprüche aus § 12 WpÜG und § 13 Abs. 2 WpÜG denkbar.

§ 12 Abs. 6 WpÜG nimmt Ansprüche aus § 13 Abs. 2 WpÜG allerdings nicht explizit von seiner verdrängenden Wirkung aus. Gleichwohl ist die gleichrangige Anwendung von § 13 WpÜG und § 12 WpÜG aus systematischen Gründen zwingend: Denn § 13 Abs. 3 WpÜG verweist auch auf § 12 Abs. 6 WpÜG, was bei konsequenter Anwendung beider Vorschriften dazu führen müsste, das weder der eine noch der andere Anspruch gegeben sein kann. Dies würde wiederum für beide Ansprüche die Verdrängungswirkung wieder entfallen lassen. Um dieser juristischen Tautologie zu entgehen, muss man eine parallele Anwendung beider Ansprüche bejahen. Dies entspricht auch dem Sinn und Zweck des Gesetzes, nämlich den annehmenden Wertpapierinhabern einen weiteren Schuldner zu bieten,[767] wenn zwar Ansprüche aus § 12 WpÜG gegen den Bieter gegeben sind, diese aber auf Grund dessen finanzieller Problemen ebenso wenig durchsetzbar sind wie der Anspruch auf die vertragliche Primärleistung.

## 4. Entsprechende Regelungen in anderen Rechtsordnungen

Im Folgenden soll ein kurzer Überblick darüber gegeben werden, ob und ggf. wie andere Rechtsordnungen einen Schutz des annehmenden Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft vor einem Zahlungsausfall des Bieters vorsehen.

[767] Begr. WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 44.

### *a) USA*

Das US-Bundesrecht kennt keine eigenständige Grundlage für Ansprüche gegen Dritte bei einem Finanzierungsausfall des Bieters. Dies hängt damit zusammen, dass der Bieter bei der Abgabe seines Angebots kein dem deutschen Recht vergleichbares Testat einholen muss. Gleichwohl muss der Bieter die Finanzierung des Angebots sicherstellen. In der Praxis geschieht dies bisweilen durch die Angabe in dem 14D-1-Formular, dass ein *Investment Banker* die Finanzierung überprüft und als ausreichend befunden hat.[768] Hieraus kann sich eine eigene Haftung des *Investment Bankers* ergeben.[769]

### *b) Großbritannien*

Ähnlich wie § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG sieht *Rule* 24.7 CCTM vor, dass bei Barangeboten ein geeigneter Dritter die Erfüllbarkeit des Angebots auch für den Fall einer vollen Akzeptanz durch die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft bestätigen muss. Als Beispiele für geeignete Dritte führt die Regelung die Bank des Bieters oder Finanzberater an. Der Testierende muss allerdings nicht diejenige Person sein, die Bargeld zur Erfüllung der Einzelverträge zur Verfügung stellt.

*Rule* 24.7 enthält den folgenden Klammerzusatz:

> *(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.)*

Diese Formulierung deutet daraufhin, dass die testierende Person unter Umständen haften kann, wenn die Finanzierung mangels genügender liquider Mittel scheitert und der Erteilung des Testats keine ordnungsgemäße Prüfung der Liquidität vorausging. Soweit ersichtlich wird diese Frage in der juristischen Literatur in Großbritannien nicht speziell erörtert. Ebenso wenig sind gerichtliche Entscheidungen zu dieser Frage ergangen.

---

[768] So geschehen bei *Newmont Mining Corp. v. Pickens*, 831 F.2d 1448 9th Cir.1987. Dort hatte ein Investment Banker sich in einem Brief an den Bieter als „*highly confident*“ mit der Sicherstellung der Finanzierung gezeigt.
[769] Vgl. *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 660, fn. 13.

### c) Österreich

Das österreichische Recht kennt keinen speziellen Haftungstatbestand, der dem § 13 Abs. 2 WpÜG entsprechen würde. Zwar gab es während des Gesetzgebungsverfahrens Überlegungen, den Bieter zu verpflichten, für die Sicherstellung der Erfüllung seiner Verpflichtungen gegenüber den das Angebot annehmenden Beteiligungspapierinhabern der Zielgesellschaft eine Bankgarantie einholen zu müssen.[770] Eine solche Regelung ist allerdings nicht in das öÜbG aufgenommen worden, so dass eine entsprechende vertragliche und verschuldensunabhängige Ausfallhaftung nur dann in Betracht kommt, wenn der Bieter freiwillig eine solche Bankgarantie- oder -bürgschaft beibringt und mit seiner Angebotsunterlage veröffentlicht. Zwischen dem Beteiligungspapierinhaber und dem garantierenden bzw. bürgenden Kreditinstitut käme dann ein selbständiger Garantievertrag mit der Annahme des Angebots zustande.

Zu beachten ist aber, dass gem. § 9 Abs. 1 Satz 3 öÜbG der unabhängige Sachverständige eine Erklärung darüber abgeben muss, dass dem Bieter die zur vollständigen Erfüllung notwendigen Mittel zur Verfügung stehen. Hierbei handelt es sich um eine Wissenserklärung, so dass darin kein Angebot auf den Abschluss eines Garantievertrags gesehen werden kann.[771] Allerdings wird in der österreichischen Literatur anerkannt, dass eine fehlerhafte Erklärung zu einer Haftung des Sachverständigen nach den Grundsätzen des Vertrags mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter führen kann.[772] Diese Schutzwirkung soll der Bestellungsvertrag zwischen dem Bieter und dem unabhängigen Sachverständigen entfalten, der der Überprüfung der Angebotsunterlage und der Gegenleistung gem. § 9 Abs. 1 öÜbG zugrunde liegt.[773] Eine Haftung kommt schon bei leichter Fahrlässigkeit in Betracht, was zu einem erheblichen Haftungsrisiko des erklärenden Sachverständigen führen kann.[774]

---

[770] Vgl. ErläutRV Zu § 9, abgedr. bei *Huber/Löber* öÜbG § 9 öÜbG. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass der Gesetzgeber dazu ausführt, dass erwogen worden sei, „anstelle einer Bestätigung [...] eine Bankgarantie *genügen* zu lassen“ [Hervorhebung durch Verfasser], obwohl die Bankgarantie den Beteiligungspapierinhabern einen umfassenderen Schutz gewährt hätte.
[771] *Huber/Löber* öÜbG § 9 Rn. 30.
[772] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 9 Rn. 17; im Ergebnis ähnlich *Huber/Löber* öÜbG § 9 Rn. 30. Diese Haftungsmöglichkeit übersieht *Vogel* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 13 Rn. 10.
[773] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 9 Rn. 17.
[774] *Hausmaninger/Herbst* öÜbG § 9 Rn. 17.

## IV. Gewährleistungsansprüche

Da zwischen Bieter und Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ein Aktienkauf- bzw. -tauschvertrag zustande kommt, kommen als Sekundäransprüche auch Gewährleistungsansprüche aus dem Kaufrecht in Betracht,[775] auf das auch bei Tauschverträgen gem. § 480 BGB verwiesen wird. Zu bedenken ist zunächst, dass bei Barangeboten der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft als Verkäufer auftritt, so dass insofern keine Kollisionen mit § 12 WpÜG auftreten können: Anspruchsberechtigt wäre nämlich der Bieter und nicht der Annehmende im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG. Hinzu kommt, dass nach Gewährleistungsrecht nur für den Bestand des durch das Wertpapier verkörperten Rechts, nicht aber für dessen Werthaltigkeit bzw. Bonität gehaftet wird (§§ 453 Abs. 1, 433 Abs. 1 BGB). Dieser Umstand führt auch bei Tauschangeboten, bei denen sowohl der Bieter als auch der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft als Verkäufer bzw. Veräußerer auftreten, dazu, dass keine der beiden Seiten Gewährleistungsansprüche haben kann. Es gibt daher keine Kollision mit Ansprüchen aus § 12 WpÜG.[776]

## V. Haftung wegen schuldhafter vertraglicher Pflichtverletzung

Anders als bei den übrigen spezialgesetzlichen Prospekthaftungsansprüchen kommt es im Rahmen von öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG stets zu einem direkten Vertragsschluss zwischen dem Bieter und den annehmenden Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft.[777] Man kann daher konkurrierende Ansprüche aus vertraglichen bzw. vorvertraglichen Schuldverhältnissen nicht wie bei dem Verhältnis von Emittent und Anleger bei den übrigen Haftungstatbeständen mit dem Einwand der fehlenden vertraglichen Beziehung ablehnen.[778]

---

[775] Ausführlich zu Fragen einer Haftung für Werbeangaben nach modernisiertem Kaufrecht siehe *Weiler* WM 2002, 1784.
[776] Vgl. *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 51.
[777] Dies ergibt sich aus der Vertragsangebotsfunktion der Angebotsunterlage nach der Konzeption des WpÜG. Siehe hierzu ausführlich oben 1. Teil B.III.1, S. 28ff.
[778] Vgl. etwa LG Frankfurt ZIP 1996, 25, 26; *Hamann* in Schäfer §§ 48 a.F. BörsG Rn. 5; ausnahmsweise kann ein vorvertraglicher Kontakt jedoch bejaht werden, vgl. OLG Bremen AG 1997, 420, 421; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 43.

## 1. Vorvertraglich

Das OLG München hat in seiner *Computer 2000 AG*-Entscheidung[779] Ansprüche aus c.i.c. geprüft, ohne deren grundsätzliche Anwendbarkeit zu untersuchen. Dies konnte aber letzten Endes ohnehin offen bleiben, da das Gericht Schadensersatzansprüche mangels Pflichtverletzung abgelehnt hat.[780] Heute ist die c.i.c. nach der Schuldrechtsmodernisierung positivrechtlich in §§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB geregelt.

Doch auch schon nach dem damaligen Rechtsrahmen ist das Urteil nicht zutreffend gewesen: Denn die Klägerin begehrte seinerzeit eine Aufstockung der für die Andienung der Aktien an die Beklagte erhaltenen Gegenleistung. Diese Aufstockung sollte sich nach dem klägerischen Vortrag aus dem Übernahmeangebot selbst ergeben, in dem die Beklagte sich ausdrücklich zu einer Nachzahlung verpflichtet hatte, sollte sie im Anschluss an die Übernahme Aktien zu einem höheren Preis infolge eines freiwilligen Angebots erwerben. Hätte man die bei der folgenden Eingliederung gewährte Barabfindung als Erwerb auf Grund eines freiwilligen Angebots ansehen müssen, wie es die Klägerin vertrat, so hätte dieser ein vertraglicher Ergänzungsanspruch zugestanden und nicht etwa ein Schadensersatzanspruch auf Grund einer schuldhaften Pflichtverletzung. Streng genommen ging es um die Frage, ob die Auslegung des zwischen den Parteien zustande gekommenen Aktienkaufvertrags ergeben konnte, dass die Beklagte auch für nachträgliche Barabfindungen auf Grund einer gesetzlichen Verpflichtung eine Nachbesserung gewähren wollte. Wäre dies zu bejahen gewesen, so hätte die Klägerin einen vertraglichen (Hauptleistungs-)Ergänzungsanspruch gehabt, nicht aber einen Schadensersatzanspruch. Ebenso wenig würde man bei einer einfachen Kaufpreisklage die Nichtzahlung der Geldschuld als Verletzung einer (vor-)vertraglichen Nebenpflicht ansehen,[781] mit der Folge, dass nur bei Verschulden der Kaufpreis zu entrichten wäre. Da es also bei richtiger Betrachtung des *Computer 2000 AG*-Falles gar nicht um Schadensersatz-

---

[779] OLG München ZIP 2001, 2135. Das Urteil erging noch zum Übernahmekodex und ist mit Blick auf WpÜG, c.i.c. und pVV streng genommen schon nach zwei Jahren dreifach veraltet. Zum Sachverhalt sowie der Einordnung der Übertragung auf das WpÜG siehe oben 2. Teil A.I.a), S. 98ff.

[780] OLG München ZIP 2001, 2135, 2138f. Aus diesem Grund hat auch der BGH in seinem anschließenden Nichtannahmebeschluss c.i.c. und pVV ohne nähere Prüfung abgelehnt, vgl. BGH ZIP 2001, 2278. Da der BGH die rechtlichen Ausführungen der Vorinstanz umfassend bestätigte, aber viel knapper in seiner Begründung blieb, soll im Folgenden das oberlandesgerichtliche Urteil näher untersucht werden.

[781] Genau dies hat die Klägerin im *Computer 2000 AG*-Fall aber so gesehen, vgl. OLG München ZIP 2001, 2135, 2136. Hiervon hat sich das Gericht offenbar irreleiten lassen, da es ausschließlich Ansprüche aus c.i.c. und pVV prüft.

ansprüche hätte gehen sollen, soll die Anwendbarkeit der ehemaligen c.i.c. davon unabhängig und generell für fehlerhafte Angebotsunterlagen untersucht werden.

### *a) Aufnahme von Vertragsverhandlungen (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 Nr. 1, 241 Abs. 2 BGB)*

Gem. § 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB entsteht ein vorvertragliches Schuldverhältnis durch die Aufnahme von Vertragsverhandlungen. Ein solches Stadium ist im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG in der Regel nicht vorhanden: Zum Teil wird gerade das Fehlen von Verhandlungsspielräumen auf Seiten der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft als eines von mehreren Merkmalen bei der Frage nach der Definition eines „öffentlichen" Angebots im Sinne von § 1 WpÜG und damit bei der Frage des sachlichen Anwendungsbereichs des WpÜG gesehen.[782] Aus diesem Grund wird es regelmäßig an einem vorvertraglichen Schuldverhältnis im Sinne des § 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB fehlen.

Etwas anderes kann sich aber dann ergeben, wenn der Bieter mit bestimmten Aktionären der Zielgesellschaft vor der Angebotsabgabe in Verbindung tritt, um mit diesen das Angebot inhaltlich abzustimmen.[783] In der Praxis dürfte dies vor allem Großaktionäre und institutionelle Anleger betreffen, weil deren Haltung zum Angebot dessen Erfolgsaussichten mitbestimmt. In solchen Fällen kann durchaus ein vorvertragliches Schuldverhältnis im Sinne von § 311 Abs. 2 Nr. 1 BGB bejaht werden, mit der Folge, dass Pflichtverletzungen gem. § 280 Abs. 1 Satz 1 BGB Schadensersatzansprüche auslösen können. Der früher gegen die c.i.c. erhobene Einwand, sie könne neben spezialgesetzlichen Prospekthaftungsansprüchen schon deswegen nicht zur Anwendung gelangen, weil es sich hierbei um ein gewohnheitsrechtliches Rechtsinstitut handele, das das Vorliegen einer Gesetzeslücke erfordere, vermag nach der positivrechtlichen Kodifizierung nicht mehr zu überzeugen. Wegen § 12 Abs. 6 WpÜG wäre dann zu fragen, ob solche Ansprüche aus einem vorvertraglichen Schuldverhältnis als Ansprüche

---

[782] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 1 Rn. 13. Ausführlich zu diesem Tatbestandsmerkmal siehe *Fleischer* ZIP 2001, 1653.

[783] Ein solches Vorgehen ist allerdings wegen der insiderrechtlichen Relevanz der Mitteilung von Angebotsabsichten für den Bieter und auch die angesprochenen institutionellen Anleger riskant. Hinzu kommt, dass auch strenge Geheimhaltungsvorkehrungen nur schwer verhindern können, dass Gerüchte über ein bevorstehendes Angebot nach außen dringen und für einen Kursanstieg sorgen, der die Kosten des Angebots erhöht. Denn den Angebotspreis unter dem aktuellen Börsenkurs der Zielgesellschaft festzusetzen, dürfte die Erfolgsaussichten des Angebots minimieren, auch wenn dies rechtlich möglich ist, da die Mindestgrenze aus § 31 WpÜG anhand des durchschnittlichen Börsenkurses zu ermitteln ist.

aus Vertrag anzusehen sind. Gegen eine solche Annahme spricht der Umstand, dass § 311 BGB in seinen Abs. 1 und 2 ausdrücklich zwischen Schuldverhältnissen auf Grund eines Vertrags und (gesetzlichen) vorvertraglichen Schuldverhältnissen differenziert. Hinzu kommt, dass die Anwendung von § 280 Abs. 1 Satz 1 BGB als Haftungsnorm die in § 12 WpÜG geschaffene spezielle Ausbalancierung der Interessen der an der übernahmerechtlichen Transaktion Beteiligten aushebeln würde.[784]

### *b) Anbahnung eines Vertrags (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 Nr. 2, 241 Abs. 2 BGB)*

Die Begründung eines vorvertraglichen Schuldverhältnisses im Falle von Vertragsanbahnungen ist die positivrechtliche Regelung des „Linoleumfalls[785]“ und des „Salatblattfalls[786]“.[787] Als Konkretisierung des vom BGH für die Anwendbarkeit der c.i.c. vorausgesetzten vertragsähnlichen Vertrauensverhältnisses[788] hat der Gesetzgeber darauf abgestellt, ob der eine potenzielle Vertragsteil dem anderen Vertragsteil die Möglichkeit zur Einwirkung auf seine Rechte, Rechtsgüter und Interessen gewährt. Klassischer Fall ist das Betreten eines Kaufhauses. Eine vergleichbare Gewährung von Einwirkungsmöglichkeiten an den Bieter auf die Vermögensinteressen bzw. die Dispositionsfreiheit des Wertpapierinhabers der Zielgesellschaft lässt sich bei öffentlichen Angeboten kaum begründen, da hierbei der angesprochene Aktionär nicht auf den Bieter zugeht. Schon aus diesem Grunde scheiden Ansprüche aus §§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 Nr. 2, 241 Abs. 2 BGB aus.

### *c) Geschäftlicher Kontakt (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 Nr. 3, 241 Abs. 2 BGB)*

Die vorgenannten Gründe gegen eine Anwendung von §§ 280 Abs. 1 Satz 1, 311 Abs. 2 BGB im Falle der Aufnahme von Vertragsverhandlungen[789] gelten auch für die in § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB geregelten vorvertraglichen Schuldverhältnisse auf Grund eines geschäftlichen Kontakts. Dieser wird zwischen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft und dem Bieter aber ohnehin nicht gegeben sein: Denn das Angebotsverfahren ist ein reines Masseverfahren, bei

---

[784] Erwähnt sei hier nur die Haftung für leichte Fahrlässigkeit im Unterschied zu § 12 Abs. 2 WpÜG.
[785] RGZ 78, 239.
[786] BGHZ 66,4.
[787] Vgl. *Schmidt-Räntsch* SchuldR Rn. 473.
[788] BGH NJW 1981, 1035.
[789] Siehe oben 3. Teil D.V.1.a), S. 261ff.

dem es in der Regel nicht zu einem individuellen Kontakt zwischen den späteren Vertragsparteien kommt. Der Umstand, dass der Vertrag zwischen dem Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft und dem Bieter direkt über die Annahme des in der Veröffentlichung der Angebotsunterlage liegenden Vertragsangebots vermag hieran nichts zu ändern.

### 2. Vertraglich

§ 280 Abs. 1 Satz 1 BGB gewährt Schadensersatzansprüche bei jeglicher Verletzung vertraglicher Pflichten. Ein besonderes Vertrauen muss zwischen den Vertragsparteien nicht bestehen, so dass Haftungsansprüche auch bei den Massenvertragsschlüssen bei öffentlichen Angeboten in Betracht kommen. Gleichwohl sind kaum Nebenpflichtverletzungen denkbar, sofern die Abwicklung der Verträge ordnungsgemäß verläuft. Zu beachten ist, dass die Erbringung der Gegenleistung keine vertragliche Neben-, sondern Hauptleistungspflicht ist. Das deutsche Recht kennt darüber hinaus keine vertragliche Nebenpflicht, den Vertragspartner auf eine Unangemessenheit der Gegenleistung hinzuweisen. Hier sind die Ansprüche aus § 31 WpÜG *leges speciales*.[790]

## E. Deliktische Ansprüche

§ 12 Abs. 6 WpÜG erklärt Ansprüche aus bürgerlichem Recht wegen vorsätzlicher unerlaubter Handlungen für neben § 12 WpÜG anwendbar. § 48 Abs. 2 BörsG in der Fassung bis zum 01. April 1998 enthielt eine entsprechende ausdrückliche Ausnahme noch nicht, so dass bis zu diesem Zeitpunkt die Anwendung deliktischer Ansprüche in der Literatur zum Teil generell abgelehnt wurde.[791] Der BGH hatte diese Frage offen gelassen,[792] so dass sich der Gesetzgeber im Rahmen der Novellierung der Börsenprospekthaftung durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz zu Gunsten einer Anwendbarkeit von Ansprüchen aus vorsätzlich begangenen Delikten entschieden hat. Diese Regelung wurde schließlich in § 12 Abs. 6 WpÜG beibehalten.

---

[790] Siehe oben 3. Teil D.II, S. 242ff.
[791] So z.B. *Assmann* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 13 Rn. 107f.; anders für § 826 BGB etwa *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 44.
[792] Vgl. BGH NJW 1986, 837, 840; siehe in diesem Zusammenhang schon OLG Düsseldorf ZIP 19080, 188, 189f.

## I. § 823 Abs. 1 BGB

Parallele Ansprüche aus § 823 Abs. 1 BGB kämen nur dann in Betracht, wenn mit der Veröffentlichung einer fehlerhaften Angebotsunterlage eine Verletzung im Sinne dieser Vorschrift einhergehen würde. Reine Vermögensschäden ohne Verletzung eines in § 823 Abs. 1 BGB geschützten Rechtsguts hingegen können nach dieser Norm nicht ersetzt verlangt werden.[793] Als verletztes Rechtsgut käme ein Eingriff in die Dispositionsfreiheit der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in Betracht. Nach ganz herrschender Meinung stellt die Dispositionsfreiheit allerdings kein sonstiges Recht im Sinne des § 823 Abs. 1 BGB dar, weil man anderenfalls zu einem nicht erwünschten umfassenden Vermögensschutz durch diese Vorschrift käme.[794] § 823 Abs. 1 BGB kann daher nicht mit § 12 WpÜG in den relevanten Sachverhalten konkurrieren.

## II. § 823 Abs. 2 Satz 1 BGB

Anders als § 823 Abs. 1 BGB bietet § 823 Abs. 2 Satz 1 BGB einen umfassenden Vermögensschutz in den Fällen, in denen ein Schutzgesetz verletzt wurde. Wegen des Wortlauts von § 12 Abs. 6 WpÜG und damit abweichend von § 823 Abs. 2 Satz 2 BGB, der jede Form von Verschulden genügen lässt, muss die Schutzgesetzverletzung jedoch vorsätzlich erfolgt sein.[795] Als relevante Schutzgesetze, deren Verletzung via § 823 Abs. 2 Satz 1 BGB zu Konkurrenzansprüchen zu § 12 WpÜG führen können, kommen mehrere Vorschriften in Betracht.[796] Allgemein setzt die Bejahung des Schutzgesetzcharakters einer Norm voraus, dass sie – ggf. neben der Allgemeinheit – den Schutz einzelner Personen vor der Verletzung eines Rechtsguts bezweckt und die Schaffung eines individuellen Schadensersatzanspruchs erkennbar anstrebt bzw. im Rahmen des gesamtrechtlichen Haftungssystems tragbar erscheinen lässt.[797]

---

[793] Allgemeine Meinung, siehe nur *Thomas* in Palandt BGB § 823 Rn. 31.
[794] H.M., siehe nur BGHZ 41, 127; *Thomas* in Palandt BGB § 823 Rn. 31.
[795] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 12 Rn. 46.
[796] Kaum nachvollziehbar ist die Feststellung von *Renner* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 12 Rn. 9, wonach § 12 WpÜG Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB sein soll. § 12 WpÜG enthält eine eigenständige Anspruchsgrundlage und ist damit ebenso wenig Schutzgesetz wie etwa § 823 Abs. 1 BGB oder etwa § 433 Abs. 2 BGB.
[797] Vgl. BGH ZIP 1991, 1597; *Thomas* in Palandt BGB § 823 Rn. 141.

### 1. § 3 Abs. 4 Satz 2 WpÜG als Schutzgesetz

§ 3 Abs. 4 Satz 2 WpÜG bestimmt, dass die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit behindert werden darf. Dieses Behinderungsverbot richt sich in erster Linie an den Bieter.[798] Die Frage, ob § 3 Abs. 4 Satz 2 WpÜG bzw. Schutzgesetzcharakter zukommt, kann für die Frage der Anspruchskonkurrenz mit § 12 WpÜG offen bleiben und wird bislang in der Literatur nicht untersucht.[799] Dagegen dürfte jedenfalls der Charakter der Norm als allgemeiner Grundsatz sprechen. Ohnehin wäre aber ausschließlich die Zielgesellschaft selbst anspruchsberechtigt und nicht ihre Aktionäre, so dass wegen der personellen Grenzen der Sperrwirkung etwaige insoweit bestehende Ansprüche nicht durch § 12 Abs. 6 WpÜG verdrängt würden.

### 2. § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜAngVO als Schutzgesetze

Soweit ersichtlich, wird bislang ein eventueller Schutzgesetzcharakter von § 11 WpÜG bzw. § 2 WpÜAngVO in der juristischen Literatur nicht diskutiert. Sofern es um die Frage des Schutzes der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft geht, so ist eine entsprechende Schutzrichtung des § 11 WpÜG sicher zu bejahen, da die Norm ja gerade dem Zweck dient, diesen eine verlässliche Informationsgrundlage zu verschaffen. Gleichwohl wird man schon auf tatbestandlicher Ebene den Schutzgesetzcharakter ablehnen müssen, weil § 12 WpÜG insofern spezielle Sanktionen an Verstöße gegen das in § 11 WpÜG verankerte Handlungsgebot zur inhaltlichen Richtigkeit knüpft.

Etwas anderes gilt allerdings für sonstige Personengruppen, wie etwa für die ablehnenden Wertpapierinhaber, die Zielgesellschaft selbst sowie deren Arbeitnehmern. Ob man insofern den Vorschriften aus § 11 und § 2 WpÜAngVO Schutzgesetzcharakter beimisst, kann an dieser Stelle jedoch offen bleiben, da wegen der personellen Grenzen der Sperrwirkung von

---

[798] Vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 3 Rn. 14.

[799] *Schüppen/Schweizer* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 66 Rn. 8 lehnen allerdings für sämtliche Normen des WpÜG deren Schutzgesetzcharakter ab, sofern es sich nicht wie bei §§ 12 Abs. 1 und 13 Abs. 2 WpÜG um spezielle Anspruchsgrundlagen handelt. Diese Auffassung lässt sich in ihrer Weite kaum mit dem Gesetzesziel des Schutzes der Aktionäre der Zielgesellschaft vereinbaren. Sofern *Schüppen/Schweizer* a.a.O. hierbei auf die Öffentlichkeitsklausel aus § 4 Abs. 2 WpÜG abstellen, ist darauf hinzuweisen, dass diese nur das Tätigwerden der BAFin betrifft und nichts über etwaige individuelle Ansprüche gegenüber anderen an öffentlichen Angebotsverfahren beteiligten Personen aussagt.

§ 12 Abs. 6 WpÜG Ansprüche solcher Personen nicht verdrängt werden können. Denn diese Personen kommen nicht als Anspruchsberechtigte nach § 12 WpÜG in Betracht. Sofern z.B. Arbeitnehmer gleichzeitig Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft waren und das Angebot angenommen haben, können sie gleichwohl nach § 12 Abs. 1 WpÜG nicht solche Ansprüche geltend machen, bei denen es um den Ersatz von Schäden geht, die nicht im Zusammenhang mit den (hingegebenen oder erhaltenen) Wertpapieren stehen: Hat der Bieter z.B. in seiner Angebotsunterlage zukünftige Entlassungen bzw. betriebsbedingte Kündigungen kategorisch ausgeschlossen,[800] führt diese im Anschluss an die Übernahme dennoch aus, so kann ein (wirksam gekündigter) Arbeitnehmer, der im Vertrauen auf die Richtigkeit der Ankündigung einen ihm von einem Dritten angebotenen Arbeitsplatz abgelehnt und dadurch nunmehr einen Schaden erlitten hat, diesen Schaden nicht nach § 12 Abs. 1 WpÜG gegen den Bieter vorgehen, weil es nicht um die Realisierung eines wertpapierbezogenen Schadens durch die Falschangabe geht. Die sachlichen Grenzen der Sperrwirkung gebieten es aber nicht, eventuelle Ansprüche von Arbeitnehmern aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG – so man diese bejaht – als verdrängt anzusehen.

Äußerst zweifelhaft ist die Rechtslage in Hinblick auf ablehnende Wertpapierinhaber. Man wird wohl nicht bestreiten können, dass die Vorschriften zum notwendigen Inhalt der Angebotsunterlage dem Schutz sämtlicher Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft dienen, also auch denjenigen, die sich gerade auf Grund der Angebotsunterlage dazu entschließen, das Angebot nicht anzunehmen.[801] Könnten diese nun gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 11 WpÜG Ansprüche gegen den Bieter geltend machen und Schäden liquidieren, die sie im Vertrauen auf die Richtigkeit der Angebotsunterlage erlitten haben und die in einem Wertverlust der Wertpapiere der Zielgesellschaft liegen, so stünden sie besser da als die annehmenden Wertpapierinhaber, weil diesen gegenüber nicht für einfache Fahrlässigkeit gehaftet werden muss (§ 12 Abs. 2 WpÜG). Diesen Wertungswiderspruch wird man jedoch nicht im Wege der Konkurrenzen zu lösen haben, sondern bei der Frage der Schutzrichtung: Das explizite Abstellen auf die Annahme des Angebots in § 12 Abs. 1 WpÜG spricht dafür, dass der Gesetzgeber den

[800] Zu bedenken ist, dass diese Ankündigung wohl nicht als Beschäftigungsgarantie angesehen werden kann, da der Bieter zum Zeitpunkt der Angebotsabgabe weder Arbeitgeber ist, noch dieses als Großaktionär wird. Arbeitgeber bleibt grundsätzlich die Zielgesellschaft.

[801] Zu der speziellen Problematik partiell annehmender und partielle ablehnender Wertpapierinhaber siehe oben 2. Teil C.II.3.a), S. 149.

ablehnenden Wertpapierinhabern gerade keine Ansprüche aus einer Angebotsunterlagenhaftung, sondern diese auf gesellschafts- bzw. konzernrechtliche Ansprüche verweisen wollte.[802]

### 3. § 27 WpÜG als Schutzgesetz

Kontrovers diskutiert wird die Frage des Schutzgesetzcharakters von § 27 WpÜG,[803] der den Vorstand und den Aufsichtsrat zu einer Stellungnahme zu dem Angebot des Bieters verpflichtet. Sieht man die Norm als Schutzgesetz an, so kommt eine Kollision mit § 12 WpÜG nur dann in Betracht, wenn die Verwaltung der Zielgesellschaft ausnahmsweise als Haftungsverpflichtete im Sinne des § 12 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG[804] anzusehen und der Fehler in der Stellungnahme mit dem in der Angebotsunterlage identisch ist. Denkbar ist eine solche Konstellation in den Fällen eines *Management Buy Out*, bei dem der Vorstand der Zielgesellschaft als Bieter seinen Aktionären gegenübersteht. Dann kommen Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 27 WpÜG gegen den Vorstand der Zielgesellschaft neben § 12 WpÜG nur in Betracht, wenn der Verstoß gegen die Stellungnahmepflichten vorsätzlich geschah.[805] Entsprechendes gilt für Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 27 WpÜG gegen den Aufsichtsrat: Ist dieser im Rahmen eines *Management Buy Out* ausnahmsweise als Haftungsverpflichteter nach § 12 WpÜG anzusehen, so werden unvorsätzliche Ansprüche aus der Schutzgesetzverletzung verdrängt.

### 4. §§ 263, 264a StGB als Schutzgesetz

Die Straftatbestände des Betrugs und des Kapitalanlagebetrugs sind Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB.[806] Verstöße hiergegen setzen stets Vorsatz voraus. Da wegen § 12

---

[802] Dazu siehe unten 3. Teil C, S. 240ff.

[803] Den Schutzgesetzcharakter bejahend: *Röh* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 27 Rn. 53; verneinend *Schüppen/Schweizer* in Haarmann/Riehmer/Schüppen WpÜG § 66 Rn. 8 (vgl. auch Fn. 799); *Schwennicke* in Geibel/Süßmann WpÜG § 27 Rn. 47. Offen gelassen in *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 27 Rn. 7.

[804] Zur Frage, wann dies ausnahmsweise angenommen werden kann, siehe oben 2. Teil C.I.1.e)aa), S. 129 und 2. Teil C.I.2.c)dd), S. 141.

[805] Zu bedenken ist aber, dass die Stellungnahme des Vorstands entbehrlich sein wird, wenn dieser selbst als Bieter auftritt, vgl. *Steinmeyer/Häger* WpÜG § 2 Rn. 12. Entsprechendes gilt für den Aufsichtsrat, sofern dieser auf Bieterseite agiert.

[806] Für § 263 StGB siehe BGHZ 57, 137, 142ff. für § 264a StGB siehe BGHZ 116, 7; *Thomas* in Palandt BGB § 823 Rn. 149.

Abs. 6 WpÜG Ansprüche aus vorsätzlich begangenen unerlaubten Handlungen nicht von der Angebotsunterlagenhaftung verdrängt werden, können sie nebeneinander gegeben sein.

## 5. § 20a WpHG als Schutzgesetz

Der frühere Straftatbestand des Kursbetrugs (§ 88 BörsG a.F.) ist im Zuge des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes mit Wirkung zum 01. Juli 2002 in das WpHG verlagert worden: § 20a WpHG enthält nunmehr ein umfassendes Verbot von Marktpreismanipulationen.[807] Verboten ist es zum einen, fehlerhafte oder unvollständige Angaben zu machen, die geeignet sind, auf den Marktpreis eines Vermögenswerts einzuwirken, und zum anderen, Täuschungshandlungen vorzunehmen, um auf den Marktpreis einzuwirken. Verstöße hiergegen sind gem. §§ 38 Abs. 1 Nr. 4, 39 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 WpHG unter Strafe gestellt oder – im Falle des Ausbleibens einer Marktpreiseinwirkung – als Ordnungswidrigkeit ahnbar.

Für die börsenrechtliche Vorgängerregelung war es weithin anerkannt, dass diese kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB darstellte, weil sie in erster Linie der Preiswahrheit und Preiszuverlässigkeit dienen sollte und nur als Rechtsreflex dem Anlegerschutz.[808] Vor allem wegen der mangelnden Effektivität des § 88 BörsG in der Praxis sah sich der Gesetzgeber veranlasst, die Marktpreismanipulation umfassend neu zu regeln und in diesem Zusammenhang klarzustellen, dass das Verbot des § 20a WpHG vornehmlich anlegerschützende Wirkung haben soll.[809] Schon aus diesem Grund wird man den Schutzgesetzcharakter von § 20a WpHG nunmehr bejahen müssen.[810]

Verstöße gegen die einzelnen tatbestandlichen Verbote aus §§ 20a Abs. 1, 38, 39 WpHG setzen jeweils ein vorsätzliches Verhalten voraus. Aus diesem Grund werden Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a Abs. 1 WpHG nicht wegen § 12 Abs. 6 von der Angebotsunterlagenhaftung verdrängt.

---

[807] Ausführlich zu der neuen Regelung *Altenhain* BB 2002, 1874.
[808] Zurückgehend auf Begr. 2. FFG BT-Drucks. 10/318, S. 46; vgl. etwa *Groß*, Kapitalmarktrecht § 88 Rn. 1; *Kümpel* in Assmann/Schneider WpHG § 15 Rn. 186; *Ledermann* in Schäfer § 88 BörsG Rn. 1; *Möller* WM 2002, 309, 313; *Rieckers* BB 2002, 1215 *Schwark* BörsG § 88 Rn. 1; den Schutzgesetzcharakter bejahend LG Augsburg WM 2001, 1944, 1945 = EWiR § 88 BörsG 1/01, 1049 mit ablehnender Anm. *Schwark*.
[809] Begr. 4. FFG BT-Drucks. 14/8017, S. 62f.
[810] Ebenso *Altenhain* BB 2002, 1874, 1875 mit weiteren Gründen.

## 6. § 399 Abs. 1 Nr. 4 AktG als Schutzgesetz

Gem. § 399 Abs. 1 Nr. 4 AktG macht sich strafbar, wer als Mitglied des Vorstands oder Aufsichtsrats zum Zwecke der Eintragung einer Kapitalerhöhung beim Handelsregister falsche Angaben macht oder erhebliche Umstände verschweigt (sog. Kapitalerhöhungsschwindel). Der Schutzgesetzcharakter dieser Norm zu Gunsten derjenigen, die junge Aktien aus der Kapitalerhöhung gezeichnet haben ist seit längerem anerkannt.[811] Kollisionen mit Ansprüchen aus § 12 Abs. 1 WpÜG sind prinzipiell immer dann denkbar, wenn der Bieter als Gegenleistung eigene Aktien angeboten hat, die aus einer Kapitalerhöhung stammen. Da eine Verletzung des § 399 Abs. 1 Nr. 4 AktG Vorsatz verlangt,[812] steht einer parallelen Anwendung die Vorschrift des § 12 Abs. 6 WpÜG nicht entgegen. Gleichwohl wird der deliktische Anspruch nur selten erfüllt sein, da sowohl der Vorsatz als auch die Kenntnis des Anspruchsberechtigten von der fehlerhaften Handelsregisteranmeldung von diesem darzulegen und zu beweisen sind.[813] Hinzu kommt, dass die in der Registeranmeldung zu machenden Angaben sich wesentlich von den notwendigen Angaben in der Angebotsunterlage unterscheiden. Zuletzt ist zu beachten, dass sich der Anspruch nicht gegen die Gesellschaft, sondern gegen das strafbar handelnde Verwaltungsmitglied richtet.

## 7. § 400 Abs. 1 AktG als Schutzgesetz

§ 400 Abs. 1 AktG stellt unrichtige Darstellungen der Gesellschaftsverhältnisse unter Strafe, die von Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern bei Vorträgen in der Hauptversammlung sowie bei Jahresabschluss oder in Jahresberichten oder gegenüber Prüfern gemacht werden. Auch hier ist der Schutzgesetzcharakter der Norm anerkannt.[814] Geschützt werden sowohl die Gesellschaft selbst als auch ihre Anteilseigner, Gesellschaftsgläubiger und Arbeitnehmer. Kollisionen mit § 12 WpÜG sind denkbar, wenn eigene Aktien des Bieters als Gegenleistung angeboten werden und bspw. der Jahresabschluss gefälscht wurde. Zwar sind die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft nicht zwingend Anteilseigner des Bieters; dennoch sind sie vom

---

[811] RGZ 157, 213, 217; *Fuhrmann* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff AktG § 399 Rn. 56; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 48.
[812] Dazu *Fuhrmann* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff AktG § 399 Rn. 68.
[813] Vgl. BGHZ 96, 231, 243. Die Anforderungen an den Nachweis wurden in BGHZ 105, 121, 125ff. etwas gelockert, vgl. dazu *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 48.
[814] Vgl. *Fuhrmann* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff AktG § 400 Rn. 3.

Schutzzweck des § 400 Abs. 1 AktG mit umfasst, da sie durch die Annahme des Angebots zu Gesellschaftsgläubigern werden. § 12 Abs. 6 WpÜG steht einer parallelen Anwendung der Norm nicht im Wege, da die Verletzung des § 400 Abs. 1 AktG nur vorsätzlich erfolgen kann.[815] Wegen der hieran zu stellenden hohen Nachweisanforderungen dürfte ein Anspruch selten neben § 12 Abs. 1 WpÜG gegeben sein. Zu bedenken ist auch, dass sich der Schadensersatzanspruch grundsätzlich nur gegen das den Verbotstatbestand erfüllende Verwaltungsmitglied richtet und nicht gegen die Gesellschaft bzw. den Bieter selbst.[816]

## III. § 826 BGB

Ansprüche aus § 826 BGB setzen eine vorsätzliche sittenwidrige Schädigung des Anspruchsberechtigten voraus, wobei sich der Vorsatz sowohl auf die Schädigung als auch auf die die Sittenwidrigkeit begründenden Tatumstände beziehen muss.[817] Wegen des Wortlauts von § 12 Abs. 6 WpÜG werden solche Ansprüche daher nicht verdrängt.

[815] Dazu *Fuhrmann* in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff AktG § 400 Rn. 27f.
[816] Eine Zurechnung nach § 31 BGB erfolgt regelmäßig nicht, vgl. BGHZ 36, 296, 309ff.; BGH NJW 1982, 2823, 2827; *Schwark* BörsG §§ 45, 46 Rn. 49.
[817] Vgl. nur *Thomas* in Palandt BGB § 826 Rn. 9, 11.

# Schlussfolgerungen

Die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit lassen sich wie folgt zusammenfassen:

## A. Die Angebotsunterlage als Haftungsanknüpfung – materielle Prospektkontrolle

Die Angebotsunterlage steht im Mittelpunkt jeglicher Übernahme- und Pflichtangebote nach dem WpÜG (S. 22ff.). Ihr kommt bei Barangeboten die Funktion eines Erwerbsprospekts (S. 37ff.) und des Vertragsangebots im Sinne der §§ 145ff. BGB (S. 28ff.) zu. Bei Tauschangeboten erfüllt sie darüber hinaus die Funktion eines Veräußerungsprospekts (S. 64ff). Ihre inhaltliche Richtigkeit und Vollständigkeit ist eine wesentliche Voraussetzung zur Schaffung transparenter Angebotsverfahren, die wiederum eine elementare Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarkts bilden (S. 19ff.).

Die Angebotsunterlagenhaftung ist allerdings nur bedingt dazu geeignet, zum Zwecke der Absicherung des Transparenzgrundsatzes eine nachträgliche materielle Richtigkeits- und Vollständigkeitskontrolle neben der formellen Evidenzkontrolle vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch die BAFin zu schaffen (S. 105ff). Eine solche wäre nur in Schadensersatzprozessen möglich und damit vor allem von der Schädigung der ehemaligen Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft abhängig. Diese Einschränkung der materiellen Prospektkontrolle ist sachlich nicht gerechtfertigt, da die Transparenz der Angebotsverfahren nach dem WpÜG nicht nur der Verhinderung von Vermögenseinbußen der Anteilseigner der Zielgesellschaft dienen soll, sondern darüber hinaus dem Vertrauen in den Kapitalmarkt. Es wäre daher darüber nachzudenken, die Erstellung fehlerhafter oder unvollständiger Angebotsunterlagen ähnlich wie fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen gem. § 38 WpHG ordnungswidrigkeitenrechtlich oder strafrechtlich zu ahnden. Entsprechend wären dann entweder die BAFin oder die jeweils zuständige Staatsanwaltschaft dazu berufen, die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlagen umfassend zu prüfen. Ähnlich wie in den Rechtsordnungen der USA, Großbritanniens und Österreichs würde damit die materielle Prospektkontrolle auf die Aufsichtsebene verlagert (vgl. S. 113ff., 118ff., 121ff.).

# B. Regelungsvorschlag zur Angebotsunterlagenhaftung

Soweit die Angebotsunterlagenhaftung dem Schutz der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft vor Vermögensnachteilen dient, soll im Folgenden ein Vorschlag für eine Änderung des § 12 WpÜG unterbreitet werden, der die herausgearbeiteten Probleme bei der Auslegung dieser Norm berücksichtigt.

## I. Änderung des § 12 WpÜG

Ein reformierter § 12 WpÜG könnte lauten:

*§ 12*
*Haftung für die Angebotsunterlage*

*(1) Sind bei Angeboten, bei denen als Gegenleistung Wertpapiere im Sinne des § 1 des Wertpapierhandelsgesetzes angeboten werden, für die Beurteilung des Angebots wesentliche Angaben der Angebotsunterlage unrichtig oder unvollständig, so kann derjenige, der das Angebot angenommen hat,*

1. *von dem Bieter, von dem mit diesem gemeinsam handelnden Personen sowie von denjenigen, die für die Angebotsunterlage die Verantwortung übernommen haben, und*

2. *von denjenigen, von denen der Erlass der Angebotsunterlage ausgeht,*

*als Gesamtschuldnern die Übernahme der erhaltenen Wertpapiere*

1. *wahlweise gegen die nachtägliche Zahlung einer gegebenenfalls in dem Angebot ursprünglich angebotenen Bargegenleistung oder*

2. *gegen Erstattung des Werts der hingegebenen Wertpapiere der Zielgesellschaft zum Ende der Annahmefrist*

*und die mit der Annahme des Angebots verbundenen üblichen Kosten sowie des entgangenen Gewinns verlangen. § 252 des Bürgerlichen Gesetzbuches findet entsprechende Anwendung. Ist derjenige, der das Angebot angenommen hat, nicht mehr Inhaber der als Gegenleistung erhaltenen Wertpapiere, so ist der Anspruch nach Satz 1 um den erzielten Veräußerungspreis abzüglich der Kosten der Veräußerung zu kürzen.*

*(2) Nach Absatz 1 kann nicht in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass er die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben der Angebotsunterlage nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht.*

*(3) Der Anspruch nach Absatz 1 besteht nicht, sofern*

1. *die Annahme des Angebots nicht auf Grund der Angebotsunterlage erfolgt ist,*

2. *der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben in der Angebotsunterlage enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Verkehrswerts der erhaltenen Wertpapiere beigetragen hat,*

*3. derjenige, der das Angebot angenommen hat, die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben der Angebotsunterlage bei der Abgabe der Annahmeerklärung kannte oder*

*4. vor der Annahme des Angebots in derselben Form wie bei der Veröffentlichung der Angebotsunterlage eine deutlich gestaltete Berichtigung oder Aktualisierung der unrichtigen oder unvollständigen Angaben im Inland veröffentlicht wurde.*

*(4) Der Anspruch nach Absatz 1 verjährt in einem Jahr seit dem Zeitpunkt, zu dem derjenige, der das Angebot angenommen hat, von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben der Angebotsunterlage Kenntnis erlangt hat, spätestens jedoch in drei Jahren seit der Veröffentlichung gem. § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2.*

*(5) Eine Haftungsbeschränkung, durch die der Anspruch nach Absatz 1 im Voraus vermindert oder beseitigt wird, ist unwirksam.*

*(6) Weitergehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder vorsätzlichen unerlaubten Handlungen erhoben werden können, bleiben unberührt.*

## II. Erörterung der einzelnen Änderungsvorschläge

Die Neuregelung des § 12 WpÜG würde die in dieser Arbeit herausgearbeiteten Auslegungsergebnisse der Norm in ihrer gegenwärtigen Fassung umsetzen. Sie lehnt sich weiterhin an Aufbau und Struktur anderer spezialgesetzlich geregelter Prospekthaftungstatbestände an, ist aber an die Besonderheiten von Angeboten nach dem WpÜG angepasst.

### 1. Beschränkung der Angebotsunterlagenhaftung auf Tauschangebote

Wesentliches Merkmal der Angebotsunterlagenhaftung sollte deren explizite Beschränkung auf Tauschangebote sein. Ein in die Zukunft gerichteter Vermögensschutz der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ist nur dann notwendig, wenn mit der Desinvestition bezüglich der Wertpapiere der Zielgesellschaft zugleich eine Neuinvestition bezüglich vom Bieter als Gegenleistung angebotener Wertpapiere einher geht. Daneben ist auch nur bei Tauschangeboten eine typisierte Tendenz des Bieters zu beobachten, die Angaben hinsichtlich der anzubietenden Wertpapiere in der Angebotsunterlage fehlerhaft darzustellen (vgl. S. 61ff).

Bei Barangeboten hingegen besteht eine Vermögensgefährdung allein in den Fällen, in denen die angebotene Gegenleistung entweder unangemessen niedrig ist oder infolge finanzieller Probleme des Bieters nicht vollständig zur Auszahlung gelangt. Aus der Sicht der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft ist dabei der Einfluss der Angaben in der Angebotsunterlage

auf ihre Entscheidung relativ gering. Mit den Worten von *Jennings/Marsh/Coffee* kann man sagen:

> *"Arguably, given the usual premium over the prior market price in a takeover, the investment decision for the target shareholder is as simple as deciding whether to exchange a $5 bill for a $10 bill."*[818]

Die Ausführungen auf S. 189ff. haben aufgezeigt, dass Vermögensnachteile durch unangemessene Gegenleistungen ohnehin nicht durch eine verschuldensabhängige (S. 169ff.) und auf den Ersatz des negativen Interesses (S. 193ff.) gerichtete Schadensersatzregelung verhindert oder ausgeglichen werden können. Darüber hinaus lässt sich die Festlegung des Angebotspreises nicht als Angabe im Sinne des § 12 Abs. 1 WpÜG auffassen, da die *essentialia negotii* eines Vertrages nicht fehlerhaft sein können (S. 46ff). Der Schutz vor unangemessenen Gegenleistungen muss vielmehr auf der vertragsrechtlichen Primärebene unabhängig von Fragen eines Verschuldens oder der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage durch eine sinnvolle Auslegung der Angemessenheitsvorschriften in § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3ff. WpÜAngVO gesucht werden. Der Gefahr einer Nichtleistung des Bieters nach Durchführung eines Angebots wird durch die allgemeinen vertragsrechtlichen Regelungen (Verzug) entgegen gewirkt. Der Schutz vor einer Insolvenz des Bieters wird daneben nicht durch § 12, sondern durch § 13 Abs. 2 WpÜG erreicht.

## 2. Eliminierung des Schadenserfordernisses

Die Auslegung des Tatbestandsmerkmals „Schaden" bereitet erhebliche Schwierigkeiten (S. 180ff.). Sie können vermieden werden, wenn darauf verzichtet wird und die Haftungsnorm die Rechtsfolge einer fehlerhaften Angebotsunterlage explizit regelt. Da bei Tauschangeboten ein relevanter Vermögensnachteil der annehmenden Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft nur in einer Wertverschlechterung der erhaltenen Wertpapiere liegen kann, ist es gerechtfertigt, ihnen als Rechtsfolge eine *Put*-Option bezüglich dieser Wertpapiere einzuräumen. Weil sie die Wertpapiere aber nicht durch eine Geldzahlung erworben haben, es gleichzeitig aber aus Schutzgesichtspunkten weder erforderlich noch mit Blick auf die wirtschaftlichen Schwierigkeiten einer nachträglichen Entflechtung von Zielgesellschaft und Bieter gerechtfertigt ist, den Wertpapiertausch rückabzuwickeln, hebt § 12 WpÜG in der hier

[818] *Jennings/Marsh/Coffee*, Securities Regulation, pt. 3, ch. 12, p. 659.

vorgeschlagenen Fassung das tauschvertragliche Synallagma im Haftungsfall auf (vgl. S. 186ff., 192ff., 200). Der Anspruchsberechtigte erhält daher nicht die Wertpapiere der Zielgesellschaft zurück, sondern statt dessen nachträglich eine angemessene Gegenleistung in bar. Hatte der Bieter ursprünglich eine alternative Bargegenleistung angeboten, so kann der Anspruchsberechtigte diese nachträglich beanspruchen (vgl. S. 194ff.). Anderenfalls ist der Wert der Wertpapiere der Zielgesellschaft zum Zeitpunkt des Angebotsendes zu zahlen. Auf diese Weise erhält der Anspruchsberechtigte einen fiktiven Erwerbspreis zurück und partizipiert zudem an eventuell erfolgten Nachbesserungen des Angebots gem. § 21 Abs. 1 WpÜG (vgl. S. 201ff.). Dies ist im wirtschaftlichen Ergebnis sinnvoll, weil die zugrunde liegende Transaktion als Kauf der vom Bieter angebotenen Wertpapiere angesehen werden kann, wobei die Zahlung nicht in Geld, sondern in Wertpapieren der Zielgesellschaft erfolgte.

Mit dem Verzicht auf das Erfordernis des Schadens ist es zweifelhaft, ob der Anspruchsberechtigte entgangenen Gewinn vom Haftungsverpflichteten einfordern kann. § 12 WpÜG in der vorgeschlagenen Fassung stellt dies ausdrücklich klar und gewährt darüber hinaus die Beweiserleichterung des § 252 Satz 2 BGB (S. 211ff.).

### 3. Haftungsverpflichtete

§ 12 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG stellt klar, dass der Bieter und die mit ihm gemeinsam handelnden Personen stets als Haftungsverpflichtete in Betracht kommen (vgl. S. 129ff. und 138ff.). Die konturlosen Begriffe der Verantwortlichen und Veranlassenden werden zwar beibehalten, aber durch den Zusatz näher konkretisiert. Die Beibehaltung erfolgt, um Umgehungsmöglichkeiten durch deren weite Auslegung zu verhindern (vgl. S. 124ff.). Neben dem Bieter und mit ihm gemeinsam handelnden Personen kommen als Haftungsverpflichtete bei Tauschangeboten in erster Linie emissionsbegleitende Banken (S. 132ff. und 144ff.) in Betracht. Ausnahmsweise kann auch die Verwaltung der Zielgesellschaft nach § 12 WpÜG haften (S. 141ff.).

### 4. Haftungsausfüllende Kausalität

§ 12 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG übernimmt die börsenrechtliche Regelung aus § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG, die bei der jetzigen Regelung der Angebotsunterlagenhaftung nur analog zur Anwendung gelangt (vgl. S. 187ff). Die Frage, ob sich die Fehlerhaftigkeit in dem Wertverlust der erhaltenen Wertpapiere niedergeschlagen haben muss, wird damit auf der materiell-rechtli-

chen Ebene positive beantwortet. Gleichzeitig wird die Beweislast hinsichtlich der Nichterweislichkeit der negativen Auswirkungen der Fehlerhaftigkeit auf der prozessualen Ebene auf den Haftungsverpflichteten verlagert.

### 5. Sonstige Anpassungen

Das Verbot von Haftungsfreistellungen in § 12 Abs. 5 WpÜG wird weit formuliert und umfasst damit sämtliche Maßnahmen eines Haftungsverpflichteten, die schon vor dem Entstehen eines Anspruchs aus der Angebotsunterlagenhaftung zu einer Einschränkung der Haftung dem Grunde oder der Höhe nach führen könnten (vgl. S. 213ff.). Bei der Regelung zur absoluten Verjährungsfrist (§ 12 Abs. 4 WpÜG) wird hinsichtlich des Fristbeginns nicht auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage, sondern der Veröffentlichung des Schlussergebnisses und damit auf des Ende der Annahmefrist abgestellt (vgl. S. 215ff.) Hierdurch werden während der Annahmefrist vorgenommene Aktualisierungen (S. 160ff.) und Berichtigungen (S. 179ff.) berücksichtigt. Die Form einer haftungsausschließenden öffentlichen Aktualisierung oder Berichtigung wird an die Form der Veröffentlichung der Angebotsunterlage selbst angepasst, so dass hier nicht mehr in rechtlich zulässiger Weise unterschiedliche Veröffentlichungsmedien benutzt werden können.

## C. Die (reformierte) Angebotsunterlagenhaftung als Baustein des übernahmerechtlichen Anlegerschutzes

Nach der in dieser Arbeit vertretenen Auslegung des § 12 WpÜG wie sie explizit in dem vorgelegten Änderungsvorschlag zum Ausdruck kommt, stellt die Angebotsunterlagenhaftung einen Baustein von mehreren im Rahmen eines übernahmerechtlichen Anlegerschutzes dar.

### I. Die Primärebene – Desinvestitionsschutz

Zwischen Bieter und annehmendem Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft kommt ein Aktienkauf- oder -tauschvertrag zustande. Aus diesem Vertrag schuldet der Bieter die Erbringung der angebotenen Gegenleistung (S. 241). Der vertragliche Anspruch lässt sich damit als erste Stufe des Anlegerschutzes begreifen.

### 1. Angemessenheitsregelung

Aus Anlegerschutzgesichtspunkten bedeutsamer ist die Regelung des § 31 WpÜG zur Bestimmung der Mindestgrenzen für die Angemessenheit der Gegenleistung. Zu berücksichtigen sind durchschnittliche Börsenkurse sowie relevante Vor-, Parallel- und Nacherwerbe. Unterlaufen dem Bieter Fehler bei der Ermittlung der Angemessenheit oder ist diese durch nachträgliche Sachverhalte nicht mehr gegeben, so stehen den Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft in vielen Fällen Primärleistungsergänzungsansprüche zu (vgl. S. 242ff.) Diese Ansprüche entstehen unabhängig von einem eventuellen Verschulden des Bieters.

### 2. Ausfallhaftung

Sofern der Bieter die Gegenleistung bei Barangeboten nicht voll erfüllt und damit die Primärleistungsebene gestört wird, greift zu Gunsten der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft die Ausfallhaftung des testierenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens gem. § 13 Abs. 2 WpÜG (S. 247ff.). Der Primäranspruch wird dadurch weitgehend vor Insolvenzrisiken gesichert. Allerdings setzt ein Anspruch Verschulden des Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei der Erstellung des Testats voraus (vgl. S. 252). Mit der Schaffung des § 13 Abs. 2 WpÜG geht der deutsche Gesetzgeber im Sinne eines umfassenden Anlegerschutzes über die rechtlichen Regelungen in den USA, Großbritannien und Österreich hinaus (S. 256ff.).

## II. Die Sekundärebene – Neuinvestitionsschutz

Nur bei Tauschangeboten bedarf es eines über den Erhalt der Primärleistung hinaus gehenden Anlegerschutzes, weil der annehmende Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft durch den Erwerb der vom Bieter angebotenen Wertpapiere ein in die Zukunft gerichtetes Vermögensrisiko trägt. Dieser Neuinvestitionsschutz wird durch die Angebotsunterlagenhaftung gewährleistet. Sofern spätere Erwerber der in Frage stehenden Wertpapiere geschädigt werden, können diese ggf. Haftungsansprüche aus der Verkaufsprospekt-, der Unternehmensberichts- oder der Börsenprospekthaftung geltend machen (S. 231ff.), da solche Ansprüche nicht von § 12 Abs. 6 WpÜG wegen der personellen Grenzen von dessen negativer Sperrwirkung (S. 229ff.) verdrängt werden. Erst- und Zweiterwerber der vom Bieter im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots als Gegenleistung angebotenen Wertpapiere können daneben Ansprüche aus § 823 Abs. 2 bzw. § 826 BGB haben (S. 263ff.).

## D. Fazit/Ausblick

Die in dieser Arbeit befürwortete Auslegung und Neufassung des § 12 WpÜG führt zu einer Harmonisierung der Angebotsunterlagenhaftung mit den anderen spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbeständen. Sie dient damit der Weiterentwicklung der Funktion der Prospekt- und Informationshaftung als Mittel des individuellen Anlegerschutzes, wie sie jüngst durch die Beschlüsse des 64. Deutschen Juristentages in Berlin 2002 als gesetzgeberisches Ziel formuliert worden ist.[819] Darüber hinaus gehende Fragen einer gemeinschaftsweiten Angleichung der Prospekthaftung sowie deren Ausdehnung auf weitere kapitalmarktrechtliche Sachverhalte waren nicht Gegenstand dieser Arbeit. Dies betrifft auch die schon seit Langem in Forschung und Lehre diskutierte Rechtfertigung der Verschuldensbeschränkung auf grobe Fahrlässigkeit. Sofern der Gesetzgeber eine neuerliche umfassende Modernisierung der Prospekthaftung in Angriff nehmen sollte, sollte hiervon die Angebotsunterlagenhaftung nicht ausgenommen werden.

[819] Abgedr. in BB 2002, 2037.

# Stichwortverzeichnis

(Die fett gedruckten Ziffern geben die Zahlen der Seiten an, auf denen der Begriff vorkommt.)

## A


Aktualisierungspflicht **160** *siehe* auch Angebotsunterlage

allgemeine bürgerlichrechtliche Prospekthaftung **238**

Allgemeine Grundsätze
- Behinderungsverbot **8**
- Beschleunigungsgebot **8**
- Gleichbehandlungsgebot **10**, **15**
- Transparenzgebot **8**

Änderungsangaben **75**

Angaben
- Abgrenzung zum Angebotsinhalt **46**
- Änderungsangaben **75**, **164**
- Art **71**
- Ausstattung **71**
- Auswirkungen auf den Bieter **57**
- Begriff **45**
- Bestehende Beteiligungen **56**, **92**
- Bewertung **52**
- Bieterabsichten **55**, **92**, **154**
- Eigenkapitalstruktur **68**
- emittentenbezogen **67**
- erwerbsbezogen **50**
- Fehlerhaftigkeit **152**
- Gesamtnennbetrag **71**
- Geschäftsaussichten **69**
- Geschäftstätigkeit **69**
- Handelbarkeit **72**
- Handelsmärkte **72**
- Identität **67**
- objektive Beurteilungsrelevanz **161**
- Prospektklarheit **48**
- Prospektwahrheit **48**
- regelmäßig wesentliche Angaben **164**
- Sicherstellung der Finanzierung **53**
- Steuern **71**
- Stückzahl **71**
- subjektive Entscheidungsrelevanz **162**
- transaktionsbezogen **50**
- unternehmensbezogen **55**
- veräußerungsbezogen **65**
- Vermögens-, Finanz- und Ertragslage **70**
- Vorerwerbe **53**
- Vorteilsgewährungen **54**
- wertpapierbezogen **70**
- Wesentlichkeit **161**

Angebotsannahme **145**

Angebotsarten **2**

Angebotsbindung **30**
- Zeitpunkt **33**

Angebotsdichotomie **28**, **196**, **222**

Angebotsunterlage **22**, **37**, **64**
- Adressaten **57**
- Aktualisierungspflicht **160**
- Angebotsannahme **36**
- Angebotsinhalt **46**, **47**, **89**, **91**, **109**, **185**
- Bieterdilemma **61**
- Erwerbsprospektfunktion **37**
- Fehlerhafte Angaben **152**
- formelle Anforderungen **23**
- Funktionen **27**
- Informationszweck **45**
- materielle Anforderungen **26**
- Primäradressaten **58**
- Rücktrittsvorbehalt **33**
- Sekundäradressaten **60**
- Unrichtigkeit der Angaben **153**
- Unvollständigkeit der Angaben **153**

- Veräußerungsprospektfunktion **64**
- Vertragsangebotsfunktion **28**
- Vertragsdurchführung **37**
- Werbezweck **39**, **43**
- Zugang der Angebotserklärung **35**

Angebotsunterlagenhaftung **10**, **12**, **19**, **23**, **25**, **26**, **47**, **97**, **104**, **107**, **110**, **112**, **113**, **125**, **131**, **135**, **144**, **149**, **156**, **159**, **162**, **163**, **166**, **169**, **170**, **210**, **217**, **218**, **219**, **225**, **231**, **252**, **273**, **276**
- Anspruchsinhalt **192**
- dogmatische Einordnung **110**
- grenzüberschreitende Angebote **217**
- Grundlagen **19**
- Haftungsanknüpfung **22**
- Haftungsverpflichtete **124**
- Verantwortliche **125**

Angemessenheit **193**

Anspruchsberechtigte **144**
- Angebotsannahme **145**
- annehmende Wertpapierinhaber **146**
- Inhaber von Depository Receipts **148**
- partiell Annehmende **149**
- verbleibende Wertpapierinhaber **148**
- Zweifelsfälle **149**
- Zweiterwerber **151**
- Zwischenerwerber **150**

Arbeitnehmer der Zielgesellschaft **59**

as-tendered-Handel **150**

Ausfallhaftung **79**, **94**, **122**, **163**, **194**, **195**, **247**, **250**, **258**, **277**
- Fehlerhaftigkeit **250**
- Finanzierungsbestätigung **250**
- Großbritannien **257**
- Mitverschulden **252**
- Nichtvollerfüllung **251**
- Österreich **258**
- Rechtsnatur **248**
- Schadensumfang **252**
- USA **257**
- Verhältnis zu § 12 WpÜG **254**
- Verschulden **252**

## B

BaFin **60**

BAFin **60**

Bedingungen **8**, **31**, **32**, **46**, **51**, **88**, **93**, **95**, **109**, **110**, **146**, **241**
- Potestativbedingungen **31**

Behinderungsverbot **8**

Beschleunigungsgebot **8**

Bewertung **52**

Bieterdilemma **61**

*black knight* **21**

Börsenprospekthaftung **13**, **144**, **153**, **172**, **187**, **199**, **207**, **208**, **216**, **220**, **221**, **232**, **237**, **263**

## C

*City Code on Take-overs and Mergers* **14**

*Computer 2000 AG* **11**, **98**, **99**, **260**

*crown jewels defense* **21**

## D

deliktische Ansprüche **263**

Deliktsstatut **110**, **218**, **220**
- Erfolgsort **219**, **220**, **221**
- Handlungsort **219**, **220**
- Marktortstatut **220**

Desinvestitionsentscheidung **111**

Desinvestitionsschutz **108**, **116**, **120**, **123**, **276**

Desinvestitionsstimmung **168**

## E

Erwerbsprospekt **27**, **37**, **39**, **45**, **46**, **57**, **61**, **64**, **97**, **105**, **107**
- Begriff **38**

*essentialia negotii* **9**, **46**, **51**, **89**

## F

Fehlerhafte Angaben **152** *Siehe* auch Fehlerhaftigkeit
Fehlerhaftigkeit **152**
- adressatenbezogene Feststellung **156**
- ex-post-Beurteilung **161**
- Gesamteindruck **156**
- Kenntnis **178**
- objektive Beurteilungsrelevanz **161**
- subjektive Entscheidungsrelevanz **162**
- Unrichtigkeit **153**
- Unvollständigkeit **153**
- Zeitpunkt **158**

Finanzierung **53**

## G

Gegenleistung
- Angemessenheit **193**

gerichtliche Zuständigkeit **222**
- funktional **226**
- International **222**
- örtlich **226**
- sachlich **224**
- wertpapiererwerbs- und übernahmerechtlicher Bezug **225**

Gesellschafts- und konzernrechtliche Ansprüche **240**
Gewährleistungsansprüche **259**
Gleichbehandlungsgebot **10**, **15**
*grey knight* **21**

## H

Haftung **259**
- Ausfallhaftung gemäß § 13 WpÜG **247**
- Haftungsverpflichtete **124**
- wegen schuldhafter Pflichtverletzung **259**

haftungsausfüllende Kausalität **186**
haftungsbegründende Kausalität **166**
- Desinvestitionsstimmung **168**
- Kausalitätsvermutung **167**

Haftungsverpflichtete **124**
- Banken **132**, **144**, **176**
- Bieter **129**, **138**, **140**, **175**
- Bieterkonsortien **130**, **176**
- eigenes wirtschaftliches Interesse **137**
- einzelne Veranlassende **137**
- einzelne Verantwortliche **128**
- gemeinsam handelnde Personen **131**, **141**
- Kreditinstitute **144**
- Mitfinanzierende **133**
- partielle Verantwortungsübernahme **128**
- selbständige Garantieerklärungen **127**
- tatsächliche Urheberschaft 135
- Veranlassende **134**
- Verantwortliche **125**
- Verwaltung der Zielgesellschaft **141**
- Zielgesellschaft **141**

## I

*implied remedies* **115**, **117**
invitatio ad offerendum **30**

## K

Kausalitätsvermutung **167**
- Entkräftung **169**

konkurrierende Ansprüche
- Primäransprüche **241**
- Primärleistungsergänzungsansprüche **242**

Konkurrierende Ansprüche **229**
- Ausfallhaftung gem. § 13 WpÜG **247**
- Börsenprospekthaftung **232**
- deliktische Ansprüche **263**
- Gesellschafts- und konzernrechtliche Ansprüche **240**
- Gewährleistung **259**
- Haftung wegen schuldhafter Pflichtverletzung **259**
- negative Sperrwirkung **229**, **230**, **231**, **233**, **235**
- positive Sperrwirkung **229**

- sonstige Prospekthaftungsansprüche **231**
- Unternehmensberichtshaftung **236**
- Verkaufsprospekthaftung **236**
- Vertragsansprüche **241**

## M

*Mannesmann/Vodafone* **21**, **26**
Markt für Unternehmenskontrolle **40**
Materielle Prospektkontrolle **114**, **118**, **121**
Mitverschulden **177**
- öffentliche Berichtigung 179

## N

Nacherwerbe **244**, **246**
negatives Interesse **193**
Neuinvestitionsschutz **110**, **121**, **277**

## Ö

öffentliche Berichtigung **179**

## P

Parallelerwerbe **246**
Pflichtangebot **2**, **19**, **23**, **28**, **30**, **44**, **50**, **63**, **64**, **77**, **85**, **86**, **90**, **92**, **109**, **130**, **131**, **140**, **148**, **162**, **167**, **172**, **242**, **243**
*poison pills* **21**
positives Interesse **193**
Potestativbedingungen **31**
primärleistungsbezogene Angaben **50**
Primärleistungsergänzung **245**
Primärleistungsergänzungsanspruch **242**
Prospekthaftung **238**
Prospektklarheit **48**
Prospektwahrheit **48**
prozessuale Fragen
- einstweiliger Rechtsschutz **225**
- gerichtliche Zuständigkeit **222**

## R

Rechtsfolgengleichlauf **200**
Rückerwerb eigener Aktien **207**
*Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (RAS)* **15**

## S

Schaden **13**, **72**, **124**, **150**, **178**, **180**, **182**, **183**, **185**, **187**, **190**, **192**, **193**, **194**, **203**, **211**, **220**, **243**, **246**, **252**, **254**, **255**
- Aufhebung des tauschvertraglichen Synallagmas **200**
- Berechnung **201**
- Börsenwert **202**
- Feststellung **182**
- Geldersatz statt Rückübertragung **198**, **213**
- haftungsausfüllende Kausalität **186**
- Kaufangebote **184**, **189**
- keine Schadensausgleichskappung **206**
- maßgeblicher Zeitpunkt **201**
- Mitverschulden **204**
- negatives Interesse **193**
- positives Interesse **193**
- Realisierung der Fehlerhaftigkeit **187**
- Schadensminderungspflicht **204**
- Tauschangebote **186**, **192**, **196**, **200**
- Umfang **192**
- Vertragsaufhebung **182**
- vorbeugende Unterlassung **181**
- Zurechenbarkeit **186**

*scienter* **117**
*Securities and Exchange Commission (SEC)* **76**
*Securities Exchange Act (SEA)* **76**
*shark repellent* **21**
*smoking gun* **21**

## T

tender offer **76**, **77**, **78**, **79**, **114**, **116**, **117**
Transparenzgebot **8**

*Two-tier offers* **116**

## Ü

Übernahmekommission **84**, **85**, **86**, **88**, **90**, **101**, **121**, **123**
Übernahmerichtlinie **2**
- Gemeinsamer Standpunkt **1**

## U

Unabhängiger Sachverständiger **119**, **122**
Unternehmensberichtshaftung **236**
unternehmensbezogene Angaben **55**
Unternehmensübernahme **1**

## V

Veräußerungsprospekt **61**, **64**, **65**
Verjährung **12**, **74**, **100**, **112**, **215**, **216**, **244**, **250**
- absolut **216**
- relativ **216**

Verkaufsprospekthaftung **124**, **128**, **187**, **204**, **236**
Verschulden **12**, **112**, **124**, **125**, **127**, **128**, **154**, **169**, **170**, **171**, **172**, **243**, **248**, **264**
- Banken **176**
- Bieter **175**, **176**
- grobe Fahrlässigkeit **172**
- Kritik **170**
- Maßstab **175**
- Vorsatz **170**
- Zurechnung **172**

Vertragsansprüche **241**
Vertragsdurchführung **263**
Verwaltung der Zielgesellschaft **58**
Vorerwerbe **53**, **90**, **242**, **243**, **244**, **245**, **246**
- Analoge Anwendung der §§ 31 Abs. 4, 31 Abs. 5 Satz 1 WpÜG **244**

## W

Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft **146**, **150**
Wettbewerb der Unternehmenskonzepte **7**
*white knight* **21**
*Williams Act* **76**

## Z

Zielgesellschaft **58**, **59**
- Aufsichtsrat **58**
- Stellungnahme **141**
- Verwaltung **58**
- Vorstand **58**