



Rassul E. Khalilzadeh

## **Zivilrechtlicher Rechtsschutz bei fehlerhaften Angebotsunterlagen**

Zivilrechtliche Ansprüche der Wertpapierinhaber  
und der Zielgesellschaft bei fehlerhaften  
Angebotsunterlagen im Rahmen von  
Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren  
vor dem Hintergrund der U.S.-amerikanischen  
Rechtsschutzsituation

# § 1 Einleitung

## A. Übernahmerecht in Deutschland

### I. Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetz

#### 1. Einführung des WpÜG

Zum 1. Januar 2002 trat das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, abgekürzt das „WpÜG“ in Kraft.<sup>2</sup> Erstmals wurde hiermit auch in Deutschland der öffentliche Erwerb von Wertpapieren<sup>3</sup> und die Übernahme von Unternehmen verbindlich geregelt.<sup>4</sup> Bis zu diesem Zeitpunkt hatte es in Deutschland im Gegensatz zu anderen führenden Finanzmärkten keine gesetzliche Regelung von öffentlichen Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangeboten gegeben.<sup>5</sup> Mit der Einführung

---

2 Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822).

3 Das WpÜG bezieht sich gemäß § 2 Abs. 2 WpÜG nicht lediglich auf Aktien, sondern verwendet den weiteren Begriff des Wertpapiers. Danach sind Wertpapiere im Sinne des WpÜG, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind, Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, die Aktien vertreten (§ 2 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG) und andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbaren Wertpapieren oder Zertifikaten, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben (§ 2 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG).

4 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.

5 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 27. Die Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen hatte Ende der 70er Jahre Leitsätze für Unternehmensübernahmen als Wohlverhaltensregeln aufgestellt, die in der Praxis weithin unbeachtet blieben. Am 1. Oktober 1995 trat der freiwillige Übernahmekodex in Kraft, der im Gegensatz zu den Leitsätzen auch Vorschriften über ein Pflichtangebot für Minderheitsaktionäre enthielt. Der Kodex wurde in Folge mit Wirkung zum 1. Januar 1998 geändert. Der Übernahmekodex hatte sich zwar in der praktischen Anwendung grundsätzlich bewährt. Eine große Zahl börsennotierter Gesellschaften war aber nicht bereit, ihr Verhalten am Kapitalmarkt den Regeln des Kodex zu unterwerfen. Eine flächendeckende Anerkennung hatte der Übernahmekodex daher nie erfahren. Somit hatte der Übernahmekodex nie die gleiche Geltung erreicht wie ähnliche Selbstregulierungen in anderen Ländern, etwa der *City Code on Takeovers and Mergers* in Großbritannien. Vor diesem Hintergrund empfiehlt die Börsensachverständigenkommission dem Gesetzgeber im Februar 1999 verbindliche Übernahmeregeln durch ein Gesetz herzustellen (vgl. hierzu Standpunkte der

des WpÜG wurden neue Rahmenbedingungen für öffentliche Übernahmeangebote in Deutschland geschaffen.<sup>6</sup> Hierdurch sollte laut Gesetzesbegründung den Anforderungen der Globalisierung und der Finanzmärkte angemessen Rechnung getragen und der Wirtschafts- und Finanzstandort Deutschland im internationalen Wettbewerb gestärkt werden.<sup>7</sup> Infolge des Zusammenwachsens der Märkte verloren bei der wirtschaftlichen Betätigung von Unternehmen nicht nur nationale Grenzen an Bedeutung.<sup>8</sup> Ebenso wurden durch die europäische Wirtschafts- und Währungsunion sowie die stetig wachsende Markttiefe des deutschen Kapitalmarkts der internationale Zusammenschluss und die Übernahme von Unternehmen vorangetrieben.<sup>9</sup> Um diesen wirtschaftlichen Entwicklungen nachzukommen sollte mit dem WpÜG für die Unternehmen, aber auch für die Finanzmärkte insgesamt ein verlässlicher Rechtsrahmen bei öffentlichen Übernahmen zur Verfügung gestellt werden.<sup>10</sup>

## 2. *Übernehmerichtlinie und Umsetzung in das deutsche Recht*

Mehr als zwei Jahre nach Inkrafttreten des WpÜG, im Mai 2004, trat in Folge jahrzehntelanger politischer Auseinandersetzung die europäische Übernehmerichtlinie (2004/25/EG) in Kraft.<sup>11</sup> Die Übernehmerichtlinie hatte zum

---

Börsensachverständigenkommission zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen, 1999, S. 9).

- 6 Zehetmeier-Müller/Zirngibl, in: Geibel/Süßmann, Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, 2008, Einleitung, Rn. 1; Noack/Zetsche, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Auflage, 2010, Einleitung, Rn. 1.
- 7 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.
- 8 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.
- 9 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.
- 10 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.
- 11 Das am 1. Januar 2002 in Kraft getretene Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz wurde bereits unter Berücksichtigung einer möglichen Regelung auf europäischer Ebene verfasst. Seit 1974 gab es auf europäischer Ebene Bestrebungen, einen einheitlichen europäischen Rechtsrahmen für Unternehmensübernahmen zu schaffen. Die Bemühungen um eine europaweit einheitliche Regelung für Unternehmensübernahmen begannen mit dem im Auftrag der EG-Kommission erstellten Bericht über Übernahmeangebote und andere Angebote aus dem Jahr 1974 (Pennington-Bericht). Nachdem der erste Entwurf bereits innerhalb der Kommission scheiterte, legte die Kommission erstmals 1989 einen Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote vor. Als bei den Beratungen im Rat keine Einigkeit erzielt werden konnte, wurden die Beratungen im Juni 1991 ausgesetzt. Am 8. Februar 1996 legte die Kommission einen gegenüber

Gegenstand, die Übernahme von börsennotierten Aktiengesellschaften in den Mitgliedstaaten zu vereinheitlichen und die Liberalisierung von Unternehmensübernahmen voranzutreiben.<sup>12</sup> Dieses Ziel sollte ebenfalls durch den Abbau von Übernahmehindernissen bewirkt werden.<sup>13</sup> Der deutsche Gesetzgeber hatte jedoch mit dem WpÜG der zu jenem Zeitpunkt bereits erwarteten europäischen Übernahmerrichtlinie dadurch vorgegriffen, dass er bei seinen Überlegungen zur Gesetzgebung eines deutschen Übernahmerechts den im Herbst 2001 nur knapp im europäischen Parlament gescheiterten Vorläuferentwurf der Übernahmerrichtlinie berücksichtigte.<sup>14</sup> Das deutsche Übernahmerecht in Form des WpÜG entsprach infolgedessen bereits von Anfang an in wesentlichen Teilen der geltenden Übernahmerrichtlinie.<sup>15</sup>

Zur Umsetzung nicht berücksichtigter Bereiche nahm der Bundestag am 19. Mai 2006 den Regierungsentwurf des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes in der um die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses ergänzten

---

dem ursprünglichen Entwurf stark verkürzten Vorschlag für eine „Rahmenrichtlinie“ vor, der am 10. November 1997 durch einen geänderten Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie ersetzt wurde. Nach intensiven Beratungen im Rat verabschiedete dieser am 19. Juni 2000 einen gemeinsamen Standpunkt zu dem geänderten Vorschlag. Am 13. Dezember 2000 beschloss das Europäische Parlament 15 Änderungen des gemeinsamen Standpunktes des Rates. In dem nachfolgenden Vermittlungsverfahren, an dem Rat, Parlament und Kommission teilnahmen, wurde am 6. Juni 2001 ein gemeinsamer Entwurf vom Vermittlungsausschuss gebilligt. Am 4. Juli 2001 lehnte das Europäische Parlament den gemeinsamen Entwurf ab. Damit galt die Richtlinie nach Art. 251 Abs. 5 des EG-Vertrags als nicht erlassen. Europäische Vorgaben bestanden für den deutschen Gesetzgeber daher nicht. Die Vorgaben des Gemeinsamen Standpunkts flossen in den Gesetzentwurf des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes mit ein. Das Gesetz wurde somit als vorweggenommene Umsetzung einer Übernahmerrichtlinie konzipiert. Aus diesem Grund entsprach das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz bereits weitgehend den Anforderungen der später verabschiedeten Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote vom 21. April 2004 (ABl. EU Nr. L 142/12).

12 Zum Kommissionsvorschlag siehe *Krause*, BB 2002, S. 2341 ff.

13 Vgl. Artikel 19 f. der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote vom 21. April 2004 (ABl. EG Nr. L 142/12).

14 Vgl. *Krause*, ZGR 2002, S. 500, 501.

15 Zu den wenigen erforderlichen Änderungen siehe *Meyer*, WM 2006, S. 1135 ff.; *Schüppen*, BB 2006, S. 165 ff.; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, S. 200 ff.; *Seibt/Heiser*, AG 2006, S. 301 ff.

Fassung an.<sup>16</sup> Das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz trat zum 1. Januar 2007 in allen seinen Regelungen in Kraft.<sup>17</sup>

### 3. Sonstige wesentliche Änderungen

Der deutsche Gesetzgeber unternahm weitere Änderungen des WpÜG im Rahmen der Umsetzung der europäischen Transparenzrichtlinie<sup>18</sup> durch das am 20. Januar 2007 in seinen wesentlichen Teilen in Kraft getretene Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz.<sup>19</sup> Mit der Transparenzrichtlinie wurde ein neues Regime zur Publikation von Kapitalmarktinformationen eingeführt, welches Insiderinformationen, Mitteilungen über Geschäfte von Personen mit Führungsaufgaben und von Personen, die mit diesen in enger Beziehung stehen (so genannte *directors' dealings*), Stimmrechtsanteilsänderungen, Finanzberichte und Angaben über jede Änderung der mit den Wertpapieren verbundenen Rechte, zum Gegenstand hatte.<sup>20</sup> Da im Zuge der nationalen Umsetzung der Transparenzrichtlinie weitreichende Änderungen im WpHG erforderlich waren (insbesondere §§ 15, 21 ff. WpHG), wurde eine Angleichung der Zurechnungsnormen des WpÜG vorgenommen, um den Gleichlauf zwischen WpHG und WpÜG wiederherzustellen.<sup>21</sup> Mit dem Risikobegrenzungsgesetz vom 21. August 2008<sup>22</sup> fand

---

16 BT-Plenarprotokoll 16/36 vom 19. Mai 2006, S. 3148.

17 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 8. Juli 2006 (BGBl. 2006 I, S. 1426 ff.).

18 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Abl. EG Nr. L 390/38).

19 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz - TUG) vom 5. Januar 2007 (BGBl. I 2007, S. 10).

20 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Druck. 16/2498, S. 26 f.

21 Art. 10 des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes, BGBl. I 2007, S. 31; Noack/Zetsche, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Auflage, 2010, Einleitung, Rn. 20.

22 Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestition verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) vom 12. August 2008, BGBl. I 2008, S. 1666.

eine Erweiterung der Zurechnungsvorschrift des § 30 Abs. 2 WpÜG wegen mit Dritten abgestimmten Verhaltens (so genanntes *acting in concert*) statt.<sup>23</sup> Zudem sollten noch bestehende Wortlautunterschiede zwischen dem WpHG und dem WpÜG beseitigt werden.<sup>24</sup>

## II. Regelungsziele des Gesetzgebers

Bei der Einführung des WpÜG im Jahr 2002 hatte die Bundesregierung für eine Regulierung von Unternehmensübernahmen seinerzeit mehrere Kernziele vorgegeben.<sup>25</sup> Ein neuer Rechtsrahmen sollte die unterschiedlichsten Interessen der an einem Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren beteiligten Personen berücksichtigen.<sup>26</sup> Zum einen sollte das Verfahren fair und transparent für die Unternehmen und die Wertpapierinhaber ausgestaltet sein.<sup>27</sup> Zum anderen bestand aber auch der politische Wille, eine Überregulierung und Verlangsamung des deutschen Strukturwandels im Kapitalmarkt zu vermeiden und Hindernisse zu Unternehmensübernahmen abzubauen.<sup>28</sup> Nach der Begründung des Regierungsentwurfs sollte das WpÜG demzufolge Leitlinien für ein faires und geordnetes Angebotsverfahren schaffen, ohne Unternehmensübernahmen zu fördern oder zu verhindern, die Information und Transparenz für die betroffenen Wertpapierinhaber und Arbeitnehmer der Zielgesellschaft verbessern, die rechtliche Stellung von Minderheitsgesellschaftern bei Unternehmensübernahmen stärken<sup>29</sup> und sich im Allgemeinen an den international üblichen Standards orientieren.<sup>30</sup> Schließlich setzte der deutsche Gesetzgeber mit dem am 1. Januar 2002

---

23 Vgl. zu den weiteren Änderungen durch das Risikobegrenzungs-gesetz Noack/Zetsche, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Auflage, 2010, Einleitung, Rn. 21.

24 Zu der Auslegung der Zurechnungsvorschriften des § 30 WpÜG und § 22 WpHG und zum gegenwärtigen Meinungsstand inwieweit der Gleichlauf zwischen WpÜG und WpHG erfolgreich erreicht wurde vgl. Wackerbarth, in: Münchener Kommentar zum AktG, Band 6, 3. Auflage, 2011, WpÜG, § 30 Rn. 5 mit weiteren Nachweisen.

25 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

26 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.

27 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.

28 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 27.

29 Nach Pötzsch, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, Kommentar zum WpÜG, 1. Auflage, 2005, Einleitung Rn. 43, ist die Stärkung der rechtlichen Stellung von Aktionären nicht gleichbedeutend mit der Einräumung von Individualansprüchen, siehe hierzu auch Assmann, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, Kommentar zum WpÜG, 1. Auflage, 2005, § 35 Rn. 32, S. 250; ebenso Krause, NJW 2004, S. 3681, 3686.

30 Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

in Kraft getretenen WpÜG und der dazu erlassenen Angebotsverordnung<sup>31</sup> seinen politischen Willen um, erstmalig öffentliche Übernahmeangebote zu regeln und inhaltlich auszugestalten.<sup>32</sup>

### III. Inhalt und Aufbau des WpÜG

Das WpÜG wurde vom Gesetzgeber im Wege des Baukastenprinzips entwickelt,<sup>33</sup> wonach die Regelungen der vorderen Abschnitte für die folgenden Abschnitte Anwendung finden, soweit letztere nicht Sonderregelungen enthalten.<sup>34</sup> Abschnitt 1 (§§ 1 bis 3 WpÜG) definiert zunächst den sachlichen Anwendungsbereich, wesentliche Begriffsbestimmungen und allgemeine Grundsätze (§ 3 WpÜG). Abschnitt 2 regelt die Aufsicht durch die BaFin (§§ 4 bis 9 WpÜG) und deren Aufbau sowie die Zusammenarbeit mit inländischen und ausländischen Behörden. Die allgemeinen Vorschriften und Zuständigkeitsregelungen der ersten beiden Abschnitte gelten für alle Erwerbsangebote nach dem WpÜG.<sup>35</sup> Abschnitt 3, der sämtliche Bestimmungen für den Grundfall des einfachen Übernahmeangebots (§§ 10 bis 28 WpÜG) enthält, findet ebenso auf alle Erwerbsangebote Anwendung, soweit nicht die Sonderregelungen für Übernahmeangebot des Abschnitts 4 (§§ 29 bis 34 WpÜG)<sup>36</sup> und wiederum hierauf aufbauend die Sonderregelungen für Pflichtangebote des Abschnitts 5 (§§ 35 bis 39) widersprechen.<sup>37</sup> In Abschnitt 5 a, der durch das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz<sup>38</sup> in das WpÜG Eingang fand hat, werden die Möglichkeiten

---

31 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, S. 4263).

32 Vgl. Aha, AG 2002, S. 160, 161.

33 Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Auflage, 2007, Einleitung Rn. 29; Hirte/Heinrich, in: Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, 2010, Einleitung Rn. 85.

34 Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Auflage, 2007, Einleitung Rn. 29.

35 Hirte/Heinrich, in: Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, 2010, Einleitung Rn. 85.

36 Abschnitt 4 enthält darüber hinaus noch Bestimmungen zum Verhinderungsverbot und zur Durchgriffsregelung (§§ 39 ff. WpÜG).

37 Das Verhältnis zwischen Abschnitt 4 (Übernahmeangebote) und Abschnitt 5 (Pflichtangebote) zeichnet sich auch dadurch aus, dass die Regelungen des Abschnitt 4 (neben Abschnitt 3) Anwendung findet, soweit nicht einzelne Normen dem Konzept des Pflichtangebots im Sinne der §§ 39 ff. WpÜG entgegensteht.

38 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 8. Juli 2006 (BGBl. 2006 I, S. 1426 ff.).

eines übernahmerechtlichen *squeeze out* (und *sell out*) verbliebener Wertpapierinhaber geregelt (§§ 39 lit. a) bis lit. c) WpÜG). Es folgen Regelungen zu den Verfahrensvorschriften für die als zuständige Aufsichtsbehörde verantwortliche BAFin in Abschnitt 6 (§§ 40 bis 47 WpÜG) und zu den Rechtsmitteln gegen die Entscheidungen der BAFin in Abschnitt 7 (§§ 48 bis 58 WpÜG). Abschnitt 8 bestimmt bei Pflichtverstößen mögliche Sanktionen in Form von Bußgeldern und Rechtsverlust (§§ 59 bis 65 WpÜG) und Abschnitt 9 regelt behördliche und gerichtliche Zuständigkeiten außerhalb des Beschwerdeverfahrens sowie Übergangsregelungen (§§ 66 bis 68 WpÜG).

## **B. Grundüberlegungen und Themenstellung**

### **I. WpÜG als Kapitalmarktrecht**

#### *1. Aufsichtsrechtliche Regelungen*

Das WpÜG bewegt sich an der Schnittstelle unterschiedlicher Rechtsgebiete.<sup>39</sup> Die übernahmerechtlichen Erwerbs- und Übernahmeangebote unterliegen der Aufsicht durch die BAFin.<sup>40</sup> Zur Erfüllung ihrer Aufsichtsaufgaben im Sinne des § 4 Abs. 1 Satz 1 und Satz 2 WpÜG kann die BAFin gemäß § 4 Abs. 1 Satz 3 WpÜG Anordnungen treffen, die geeignet und erforderlich sind, um Missstände im Sinne von § 4 Abs. 1 Satz 2 WpÜG zu beseitigen oder zu verhindern. Das WpÜG enthält darüber hinaus spezielle Ermächtigungsgrundlagen, beispielsweise die Untersagung eines Angebots unter den Voraussetzungen des § 15 Abs. 1 bzw. Abs. 2 WpÜG oder die Untersagung von Werbung gemäß § 28 WpÜG.<sup>41</sup>

#### *2. Bezüge zum Gesellschafts- und Konzerneingangsrecht*

Das WpÜG weist zu dem auch einen bedeutenden Bezug zum Gesellschafts- und Konzernrecht auf. Gemäß den §§ 33 ff. WpÜG (Verhinderungsverbot) werden dem Vorstand bei Übernahmeangeboten besondere Handlungspflichten auferlegt, die im aktienrechtlichen Zusammenhang mit den §§ 76 ff. AktG zu

---

39 Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, 2007, Einleitung Rn. 24; Hirte/Heinrich, in: Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, 2010, Einleitung Rn. 79.

40 Siehe §§ 4, 15, 28, 40, 59 f. WpÜG.

41 Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, Kommentar zum WpÜG, 2. Auflage, 2007, Einleitung Rn. 25.