Deutsches, Europäisches und
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

123

Philip M. Schmoll

# Die Stellungnahme der Zielgesellschaft und die Gegenleistung in der Unternehmensübernahme

Nomos

Deutsches, Europäisches und
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

herausgegeben von
Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. Werner F. Ebke,
LL.M. (UC Berkeley)

Band 123

Philip M. Schmoll

# Die Stellungnahme der Zielgesellschaft und die Gegenleistung in der Unternehmensübernahme

Nomos

Onlineversion
Nomos eLibrary

**Die Deutsche Nationalbibliothek** verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2018

ISBN 978-3-8487-5339-0 (Print)
ISBN 978-3-8452-9540-4 (ePDF)

1. Auflage 2020
© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

*Meinen Eltern*

# Geleitwort des Herausgebers

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Stellungnahme der Zielgesellschaft in Übernahmeverfahren nach dem WpÜG. Anlass zu der vorliegenden Untersuchung war die Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin aus dem Jahre 2014, die die Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit der Stellungnahme nach § 27 WpÜG konkretisieren und die Anforderungen an die Aussagen zu der Angemessenheit der Gegenleistung schärfen sollte. Die Wissenschaft hat sich in der Vergangenheit in erster Linie mit der Angebotsunterlage des Bieters beschäftigt, wohingegen die Stellungnahme der Zielgesellschaft eher ein „Schattendasein" führte. Kritisiert werden in der Literatur neuerdings die (aus unionsrechtlicher Sicht) unzureichenden Sanktionsfolgen bei Verstößen gegen die Pflichten der Zielgesellschaft zur Erstattung einer Stellungnahme. Gegenstand der vorliegenden Untersuchung ist ausschließlich die begründete Stellungnahme der Zielgesellschaft zu Art und Höhe der Gegenleistung nach § 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG („finanzielle Stellungnahme") samt der hiermit zusammenhängenden Vor-, Rand- und Folgefragen. Ziel der Untersuchung ist es, die Stellungnahme der Zielgesellschaft zur Gegenleistung wissenschaftlich umfassend zu untersuchen und bestehende Rechtsunsicherheiten zu beseitigen. Die Untersuchung soll die Frage beantworten, welche Informationsbasis für die Abgabe der finanziellen Stellungnahme benötigt wird, wie deren Inhalt *en détail* auszusehen hat und mit welchen Sanktionen für fehlerhafte Stellungnahmen *de lege lata* zu rechnen ist und *de lege ferenda* zu rechnen sein sollte. Darüber hinaus will der Verfasser die Sanktionierung von Verstößen gegen § 27 WpÜG vor dem Hintergrund der Diskussion um die Normdurchsetzung durch Privatrecht auf ihre Europarechtsmäßigkeit untersuchen.

Der Verfasser hat ein beeindruckendes Erstlingswerk vorgelegt, das theoretisch spannende und praktisch wichtige Fragen aus dem deutschen und europäischen Übernahmerecht aufgreift. Der Verfasser meistert die Komplexität, indem er die Arbeit klar strukturiert, nach den verschiedenen Übernahmeformen differenziert und die Rechte und Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat getrennt abhandelt. Auf dieser soliden Grundlage hat sich der Verfasser schließlich der Problematik der Sanktionierung fehlerhafter Stellungnahmen zuwenden können. Die Ausführungen dazu führen zu einer Auseinandersetzung mit der bislang ungelösten Frage, ob und

inwieweit die (praktisch) fehlende zivilrechtliche Sanktionierung fehlerhafter Stellungnahmen der Zielgesellschaft mit dem primären und sekundären Europarecht vereinbar ist. Mit dem strukturierten Vorgehen korrespondiert die Fähigkeit des Verfassers, unterschiedliche Ansichten im Schrifttum sorgfältig auszuleuchten und zielorientiert zu analysieren und in seine Überlegungen einschlägige Rechtsprechung einzubeziehen und die darin zum Ausdruck kommenden Gedanken und Grundsätze für das Thema der vorliegenden fruchtbar zu machen. Die Ausführungen des Verfassers sind wissenschaftlich sorgfältig untermauert und an einigen Stellen um Praxisbeispiele ergänzt. Seine Ausführungen zu der Wirksamkeit, der Verhältnismäßigkeit und der Abschreckung der gesetzlich vorgesehenen Sanktionen für fehlerhafte Stellungnahmen stellen eine Pionierleistung dar. Hervorzuheben ist nicht zuletzt, dass der Verfasser die Ergebnisse seiner Überlegungen stets mit klarer, ungekünstelter Sprache präsentiert.

Ein spannendes Werk!

Heidelberg, im März 2020
*Werner F. Ebke*

# Vorwort

Die vorliegende Arbeit lag der Juristischen Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg im Wintersemester 2015/2016 als Dissertation vor. Die Disputation fand am 16. Juli 2018 statt. Für die Veröffentlichung wurden punktuell neuere Entwicklungen sowie später veröffentlichte Literatur berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank gebührt vor allem meinem akademischen Lehrer und Doktorvater Herrn Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. *Werner F. Ebke*, LL.M. (UC Berkeley). Ich bin ihm zutiefst dankbar für die Betreuung dieser Arbeit, für das Vertrauen, das er in mich setzte, für die Idee zu der bearbeiteten Thematik, für die Freiheit, die er mir bei der Bearbeitung des Themas einräumte, und für die uneingeschränkte Förderung meiner Person. Seine unermüdliche Förderung ab dem Beginn meiner Tätigkeit als studentische Hilfskraft an seinem Lehrstuhl am Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht im zweiten Studiensemester bis zur Veröffentlichung dieser Arbeit hat mir während meiner Laufbahn als Jurist sehr viele Wege geebnet und Türen geöffnet. Er hat nicht nur mein Interesse am Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht geweckt, sondern auch am wissenschaftlichen Arbeiten. Nicht zuletzt möchte ich mich bei ihm für die Aufnahme in die vorliegende Schriftenreihe bedanken. Weiterhin möchte ich auch Herrn Univ.-Prof. Dr. *Sebastian Mock*, LL.M. (NYU) für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens herzlich danken.

Ein besonderer Dank gilt den drei renommierten Rechtsanwälten und Übernahmerechtlern, Herrn *Dirk Horcher*, LL.M., Herrn Dr. *Benjamin Leyendecker*, LL.M. (NYU) und Herrn Dr. *Michael Weiß*, die durch ihr offenes Ohr sowie die Gespräche und Diskussionen über die Praxis des Übernahmerechts ganz wesentlich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben. Kein geringerer Dank geht auch an Herrn Dr. *Lorenz W. Jarass* für seine Freundschaft, Unterstützung und offenes Ohr, insbesondere in den vielen gemeinsamen Stunden in der Deutschen Nationalbibliothek.

Von unschätzbarem Wert war die Begegnung mit meiner heutigen Ehefrau, Dr. *Annekathrin Schmoll*, geb. Holzberger. Ich danke ihr von ganzen Herzen für ihre liebevolle Unterstützung und ihren Zuspruch, die ein Pfeiler dieser Arbeit sind.

Mein größter Dank gebührt schließlich meinen Eltern *Sabine Steinmetz-Schmoll* und *Herbert Schmoll* für ihre immerwährende und aufrichtige Unterstützung in jeglicher Hinsicht. Ihnen ist diese Arbeit von Herzen gewidmet.

Frankfurt am Main, im April 2020 *Philip M. Schmoll*

# Inhaltsverzeichnis


Vorwort 9

Abkürzungsverzeichnis 21

Einleitung 27

A. Problemaufriss 27

B. Anlass der Untersuchung 29

C. Gegenstand der Untersuchung 31

D. Gang der Untersuchung 32

E. Ziel der Untersuchung 33

Erster Teil: Vorfragen 35

§ 1: Rechtliche Entwicklung 35

A. Die finanzielle Stellungnahme vor dem WpÜG 36

I. Aktien-/Gesellschaftsrechtliche Pflicht 36

II. Art. 18 Übernahmekodex 38

B. Die finanzielle Stellungnahme im WpÜG 40

I. Regelungsziele und zentrale Informationsinstrumente 40

II. Entstehungsgeschichte der finanziellen Stellungnahme 42

C. Fazit 43

§ 2: Finanzielle Stellungnahme und EU-Übernahmerichtlinie 44

A. Entstehungsgeschichte der EU-Übernahmerichtlinie und der Stellungnahme 44

B. Regelungsziele und Grundsätze der EU-Übernahmerichtlinie 48

C. Deutsche vs. europäische Stellungnahme der Zielgesellschaft 49

D. Fazit 50

§ 3: Übererfüllung der EU-Übernahmerichtlinie 51

A. Übererfüllung von Art. 9 Abs. 5 EU-Übernahmerichtlinie 52

B. Zulässigkeit der Übererfüllung 53

I. Harmonisierungsgrad der EU-Übernahmerichtlinie 54

II. Harmonisierungsgrad des Art. 9 Abs. 5 EU-Übernahmerichtlinie 55
III. Grundsatzkonformität der inhaltlichen Übererfüllung 56
C. Auslegung der Übererfüllung 58
D. Vorlagefähigkeit der Übererfüllung 60
I. Ansicht des EuGH zur „überschießenden Umsetzung“ 60
II. Übertragung der Rechtsprechung auf „inhaltliche Übererfüllungen“ 61
III. Einschränkung des möglichen Vorlagegegenstands 63
E. Fazit 64

§ 4: Rechtsgrundlage der finanziellen Stellungnahme 65
A. Rechtsnatur der finanziellen Stellungnahme 65
I. Reines Kapitalmarktrecht 66
II. Differenzierung nach Inhalten 67
III. Doppelnatur 67
IV. Bewertung 68
1. WpÜG als Teil des Kapitalmarktrechts 69
2. Zweigliedrigkeit der Pflichtenquelle 71
a) Abgrenzung zu rein kapitalmarktrechtlichen Pflichten 72
b) Bedeutung allgemeiner gesellschaftsrechtlicher Maßstäbe 73
c) Rechtliche Entwicklung und legislatorischer Wille 74
V. Zwischenergebnis 75
B. Pflichtenmaßstäbe der finanziellen Stellungnahme 76
I. Kapitalmarktrechtliche Grundsätze 76
1. Funktionsschutz 77
2. Anlegerschutz 79
3. Grundsätze des WpÜG 80
a) Grundsätze vs. Einzelnormen 81
b) Bedeutung für die Auslegung 83
aa) Meinungsstand 83
bb) Bewertung 84
cc) Regelungskompetenz des Gesetzgebers 85
c) Relevante Grundsätze 88
aa) Genügend Zeit und ausreichende Informationen (§ 3 Abs. 2 WpÜG) 88
bb) Interesse der Zielgesellschaft (§ 3 Abs. 3 WpÜG) 90
cc) Beschleunigungsgrundsatz (§ 3 Abs. 4 WpÜG) 90

4. Grundlagen des § 27 WpÜG 92
a) Wortlaut 92
b) Systematik 94
c) Teleologie 95
II. Gesellschaftsrechtliche Grundsätze 97

§ 5: Zeitlicher Rahmen 99
A. Kollision und Wechselwirkung allgemeiner Grundsätze 99
B. Vorstand 100
C. Aufsichtsrat 102
D. Fazit 104

Zweiter Teil: Rechte und Pflichten des Vorstands 107

§ 1: Die Stellungnahme zur Art der angebotenen Gegenleistung 108
A. Bei Übernahme- oder Pflichtangeboten 109
I. Barangebote 111
1. Kein genereller Verzicht auf Angaben 112
2. Bieterwahl, Wiedergabe und Zulässigkeit 113
3. Keine Ausführung allgemeiner Vor- und Nachteile 114
4. Keine Stellungnahme zur Attraktivität der Wahl 117
5. Finanzierung des Barangebots als eigener Teil der Stellungnahme 119
6. Zusammenfassung 121
II. Tauschangebote 122
1. Bieterwahl, Wiedergabe und Zulässigkeit 122
2. Prüfung der ergänzenden Angaben nach § 2 Nr. 2 WpÜGAngebV 125
3. Keine Ausführung allgemeiner Vor- und Nachteile 127
4. Attraktivität im Einzelfall 128
5. Liquidität der Tauschaktie 129
a) Meinungsstand 130
aa) Liquidität durch Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt 130
bb) Umkehrschluss zu § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV 131
cc) Art. 22 Abs. 1 MiFID-Durchführungsverordnung 133
dd) Zukunftsbezogene Einzelfallbetrachtung 135
b) Überprüfung durch den Vorstand 137
aa) Tauschaktien aus Kapitalerhöhung 137
bb) Prognosecharakter 138

6. Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt 139
7. Stimmrecht 140
8. Zusammenfassung 141
III. Kombination von Bar- und Tauschangebot/Mix and Match-Option 142
B. Bei einfachen Erwerbsangeboten und Alternativgegenleistung 143

§ 2: Die Stellungnahme zur Höhe der angebotenen Gegenleistung 145
A. Bei Übernahme- oder Pflichtangeboten 146
I. Barangebot 147
1. Wiedergabe der Geldleistung in Euro 147
2. Keine bloße Bezeichnung als „angemessen“ oder „unangemessen“ 147
3. Gesetzlicher Mindestpreis 148
a) Bildung des gesetzlichen Mindestpreises 148
b) Mindestpreis und Angemessenheit 150
aa) Mindestpreis = Angemessenheit im Sinne des § 31 WpÜG 150
bb) Mindestpreis ≠ Angemessenheit im Sinne des § 27 WpÜG 152
c) Überprüfung durch den Vorstand 155
4. Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung 156
a) Angebotspreis und Wert 157
b) Normwert des § 27 WpÜG als Anordnungsnorm 158
c) Bewertungsanlass 160
aa) Strukturmaßnahmen als „dominierte Bewertungsanlässe“ 161
bb) (§ 27) WpÜG als „nicht-dominierter Bewertungsanlass“ 162
d) Ergebnis 166
5. Finanzielle Stellungnahme und Börsenkurs 167
a) Börsenkursrechtsprechung und WpÜG 167
b) Relevanz für den Normwert 170
aa) Strenge ECMH 172
bb) Halbstrenge ECMH 173
cc) Fazit 175
c) Anforderungen an den Börsenkurs im konkreten Fall 176
6. Keine analoge Anwendung der Bietermethoden 178

7. Keine Unternehmensbewertung nach IDW S 1 180
a) Erläuterung des IDW S 1 181
b) Finanzielle Stellungnahme und IDW S 1 182
aa) WpÜG und IDW S 1 182
bb) Zeitrahmen und IDW S 1 184
(1) Kapitalmarktrechtlicher Zeitrahmen 184
(2) Tatsächlicher Zeitrahmen 185
(3) Gesellschaftsrechtlicher Zeitrahmen 185
c) Fazit 188
8. Unternehmensbewertung "im Schnelldurchgang" 189
a) Keine Vorgaben bestimmter Bewertungsmethoden/Ermessen 190
b) Methodenpluralität/-vielfalt 191
c) Wertbandbreite als Normwert 193
9. Taugliche und anerkannte Bewertungsmethoden 195
a) Discounted-Cash-Flow-Verfahren 195
b) Multiplikatorverfahren 197
c) Börsenkursanalyse 200
d) Rückgriff auf Vorerwerbspreise/Irrevocable Undertakings 200
e) Analystenmeinungen 202
f) Historische Kontroll-/Übernahmeprämien 203
g) Fairness Opinions 205
10. Stand-alone vs. Synergieeffekte 205
a) Stand alone-Bewertung 205
b) Synergieeffekte 206
aa) Unechte Synergieeffekte 206
bb) Echte Synergieeffekte 207
11. Begründung der finanziellen Stellungnahme 209
12. Keine Wertindikation 210
a) Meinungsstand 211
b) § 27 WpÜG und Wertindikation 212
aa) Wortlaut und Teleologie 212
bb) Vergleich mit Berichtspflicht (etwa § 293a AktG) 212
cc) Angemessenheit vs. Unangemessenheit der Gegenleistung 213
dd) Praktische Bedenken 214
13. Zusammenfassung 215

II. Tauschangebot 216
1. Wiedergabe des Umtauschverhältnisses 217
2. Gesetzlicher Mindestpreis 217
3. Angemessenheit des Umtauschverhältnisses 219
a) Keine Unternehmensbewertung nach IDW S 1 219
b) Grundsatz der Methodengleichheit 220
aa) Dogmatische Herleitung 221
bb) Finanzielle Stellungnahme und Methodengleichheit 221
c) Bandbreite an Umtauschverhältnissen 222
4. Zukünftige Entwicklung des Unternehmens 222
5. Zusammenfassung 224
III. Kombination von Bar- und Tauschangebot 224
B. Bei einfachen Erwerbsangeboten/Alternativgegenleistungen 224
C. Defizite 226

§ 3: Finanzielle Stellungnahme und Handlungsempfehlung 227
A. Berücksichtigungspflichtige Interessen 228
B. Die finanzielle Stellungnahme in der Handlungsempfehlung 229
C. Berücksichtigung der Angemessenheit im Sinne des § 27 WpÜG 231
D. Gegenleistung und neutrale Stellungnahmen 233
I. Unzulässiges Praxisbeispiel 1 234
II. Unzulässiges Praxisbeispiel 2 235
III. Unzulässiges Praxisbeispiel 3 236
IV. Zulässige Praxisbeispiele 236
E. Differenzierende Stellungnahme 237

Dritter Teil: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats 239

§ 1: Die Stellungnahme des Aufsichtsrats 240

§ 2: Finanzielle Stellungnahme und Aufsichtsrat 243

Vierter Teil: Rand- und Folgefragen 245

§ 1: Verschwiegenheitspflicht 245
A. Keine unbeschränkte Publizität 245
B. Keine Analogie zu § 293a Abs. 2 AktG 246
I. Keine planwidrige Regelungslücke 247
II. Keine Vergleichbarkeit mit § 293a AktG 247
C. Anwendbarkeit des § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG 248

§ 2: Einbeziehung externer Berater 249
A. Keine generelle Pflicht zur Einbeziehung 250
B. Ermessensreduzierung im Einzelfall 251
C. Pflichten der Organe 253

§ 3: Fairness Opinion 254
A. Begriff und Inhalt 255
B. Funktionen 257
C. Grundsätze zur Erstellung von Fairness Opinions 259
I. DVFA-Grundsätze 259
1. Allgemeines 260
2. Grundsatz der Methodenvielfalt 260
II. IDW S 8 262
1. Rechtsnatur 262
2. Angemessenheit und Bewertungsmethodik 263
3. Grundsatz der Methodenvielfalt/-gleichheit 264
III. Fazit 264
D. Abgrenzung zur Unternehmensbewertung 266
I. Ziel und Bewertungsmethodik 266
II. Bewertungsgrundsätze und Wertbestimmung 267
III. Fazit 268
E. Haftung 269
F. Fairness Opinion vs. Finanzielle Stellungnahme 271
I. Gemeinsamkeiten 271
II. Unterschiede 272
III. Fazit 273
G. Umgang der Organe mit Fairness Opinions 273
H. Inadequacy Opinion 275

§ 4: Sanktionierung fehlerhafter Stellungnahmen 277
A. Sanktionen de lege lata 277
I. Öffentlich-rechtliche Sanktion 278
1. Bußgeldrahmen nach § 60 Abs. 3 WpÜG 279
2. Bußgeldrahmen nach § 60 Abs. 4 und 5 WpÜG 279
II. Privatrechtliche Sanktion (Haftung) 280
1. Tatbestand der fehlerhaften Stellungnahme 281
2. Anspruchsgrundlagen 282
a) Keine Analogie zu § 12 WpÜG 283
b) Keine vertraglichen Ansprüche 283
c) Keine Prospekthaftung 284
d) Keine Haftung aus § 311 Abs. 3 Satz 2 BGB 286

e) Keine Haftung aus § 823 Abs. 1 bzw. Abs. 2 BGB 286
f) Mögliche Haftung aus § 826 BGB 288
g) Mögliche Haftung aus § 117 Abs. 1 Satz 1 AktG 289
3. Zusammenfassung 290
III. Fazit 290
B. Europarechtskonformität der Sanktionierung 291
I. Grundsatz der Effektivität 291
1. Wirksamkeit 293
a) Information und Transparenz 294
aa) Prüfung der Angebotsunterlage 295
bb) Prüfung der Stellungnahme 296
cc) Keine „wirksame" Kompensation durch Privatrecht 298
b) Schadensausgleich 299
c) Zwischenergebnis 301
2. Verhältnismäßigkeit 301
3. Abschreckung 303
a) Definition 303
b) § 60 WpÜG und Abschreckung 305
aa) Erhöhung des Höchstbetrags und umsatzbezogene Geldbuße 306
bb) Mehrerlösbezogene Geldbuße 307
4. Ergebnis 309
II. Grundsatz der Äquivalenz 310
1. Sanktionierung fehlerhafter Angebotsunterlagen 311
2. Vergleich mit Sanktionen bei fehlerhaften Stellungnahmen 312
a) Öffentlich-rechtlicher Sanktionsunterschied 312
b) Privatrechtlicher Sanktionsunterschied 314
3. Zwischenergebnis 314
III. Fazit 314
C. Normdurchsetzung durch Privatrecht („Private Enforcement") 315
I. Grundüberlegungen 316
II. Defizite des „Public Enforcement" von § 27 WpÜG 318
III. Ergänzendes „Private Enforcement" des § 27 WpÜG 319
IV. Eingliederung in kapitalmarktrechtlichen Ordnungszusammenhang 321

D. Sanktionen de lege ferenda 323
I. Öffentlich-rechtliche Sanktion 323
II. Privatrechtliche Sanktion 324

Fünfter Teil: Ergebnisse und Ausblick 327

§ 1: Zusammenfassung der Ergebnisse 327

§ 2: Ausblick und Empfehlungen 331

Literaturverzeichnis 335

# Abkürzungsverzeichnis

| | |
|---|---|
| 2. FiMaNoG | Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz) |
| a.A. | anderer Ansicht |
| a.a.O. | am angegebenen Ort |
| a.E. | am Ende |
| a.F. | alte Fassung |
| ABlEG | Amtsblatt der Europäischen Union |
| Abs. | Absatz |
| AcP | Archiv für die civilistische Praxis |
| AEUV | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union |
| AG | Die Aktiengesellschaft |
| AGG | Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz |
| AktG | Aktiengesetz |
| Anh. | Anhang |
| AR | Aufsichtsrat |
| arg. e. | argumentum e |
| Art. | Artikel |
| Aufl. | Auflage |
| Az. | Aktenzeichen |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BayObLG | Bayerisches Oberlandesgericht |
| BB | Betriebs-Berater |
| Bd. | Band |
| Begr. | Begründung |
| Beil. | Beilage |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBl. | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| BMF | Bundesfinanzministerium |
| BörsG | Börsengesetz |
| BörsZulV | Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse |
| BR | Bundesrat |
| BT | Bundestag |

| | |
|---|---|
| BT-Drucks. | Bundestags-Drucksache |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| BVerfGE | Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts |
| CFB | Corporate Finance biz |
| CFL | Corporate Finance Law |
| d.h. | das heisst |
| DAV | Deutscher Anwaltverein |
| DAX | Deutscher Aktienindex |
| DB | Der Betrieb |
| ders. | derselbe |
| DiskE | Diskussionsentwurf |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| DVFA | Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management |
| DZWIR | Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht |
| e.V. | eingetragener Verein |
| EBIT | Earnings before interest and taxes |
| EBITDA | Earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation |
| EG | Europäische Gemeinschaft |
| EGV | Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft |
| Einl. | Einleitung |
| einschl. | einschließlich |
| etc. | et cetera |
| ESMA | European Securities and Markets Authority |
| EU | Europäische Union |
| EuG | Gericht der Europäischen Union |
| EuGH | Europäischer Gerichtshof |
| EuR | Zeitschrift Europarecht |
| EUR | Euro |
| EU-Übernahmerichtlinie | Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote |
| EUV | Vertrag zur Gründung der Europäischen Union |
| EuZW | Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| EWR | Europäischer Wirtschaftsraum |
| EWS | Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht |
| f./ff. | folgende Seite(n) |
| FK | Frankfurter Kommentar |
| Fn. | Fußnote |
| FS | Festschrift |
| GA | Generalanwalt |
| GG | Grundgesetz |

| | |
|---|---|
| ggf. | gegebenenfalls |
| GK | Großkommentar |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GmbHG | Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung |
| GRUR Int. | Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht Internationaler Teil |
| h.L. | herrschende Literatur/Lehre |
| h.M. | herrschende Meinung |
| Hdb. | Handbuch |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| Hrsg. | Herausgeber |
| i.d.F. | in der Fassung |
| i.E. | im Ergebnis |
| i.H.v. | in Höhe von |
| i.S.d. | im Sinne des |
| i.S.e. | im Sinne einer/eines |
| i.S.v. | im Sinne von |
| i.V.m. | in Verbindung mit |
| IDW | Institut der Wirtschaftsprüfer e.V. |
| ISIN | International Securities Identification Number |
| IStR | Internationales Steuerrecht |
| J. fin. | Journal of Financial Economics |
| JZ | Juristen-Zeitung |
| Kap. | Kapitel |
| KapMuG | Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz |
| KG | Kommanditgesellschaft |
| KGaA | Kommanditgesellschaft auf Aktien |
| KK | Kölner Kommentar |
| LG | Landgericht |
| lit. | littera |
| M&A | Mergers and Acquisitions |
| MAR | Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch |
| MiFID | Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente |
| MiFID-Durchführungsverordnung | Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates |

| | |
|---|---|
| MiFIR | Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 |
| m.w.N. | mit weiteren Nachweisen |
| MüKo | Münchener Kommentar |
| n.F. | neue Fassung |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| NJW-RR | Neue Juristische Wochenschrift – Rechtsprechungs-Report |
| Nr. | Nummer |
| NVwZ | Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| OLG | Oberlandesgericht |
| OWiG | Ordnungswidrigkeitengesetz |
| EU-Prospektverordnung | Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG |
| RabelsZ | Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht |
| Rechtshdb. | Rechtshandbuch |
| RefE | Referentenentwurf |
| RegE | Regierungsentwurf |
| RIW | Recht der internationalen Wirtschaft |
| Rs. | Rechtssache |
| Rz. | Randzeichen |
| Slg. | Sammlung |
| sog. | sogenannt |
| SpruchG | Spruchverfahrensgesetz |
| Str. | Streitig |
| u.a. | unter anderem |
| u.U. | unter Umständen |
| Ub. | Unternehmensbewertung |
| UebG | Österreichisches Übernahmegesetz |
| UmwG | Umwandlungsgesetz |
| Urt. | Urteil |
| Vgl. | Vergleiche |
| Voraufl. | Vorauflage |
| WM | Wertpapier-Mitteilungen |
| WP | Wirtschaftsprüfer |

| | |
|---|---|
| WpAIV | Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz |
| WPg | Die Wirtschaftsprüfung |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz |
| WpPG | Wertpapierprospektgesetz |
| WpÜG | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz |
| WpÜGAngebV | 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 |
| XETRA | Exchange Electronic Trading |
| z.B. | zum Beispiel |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das Gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZRP | Zeitschrift für Rechtspolitik |
| ZVglRWiss | Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft |

# Einleitung

## *A. Problemaufriss*

Ein öffentliches Angebotsverfahren unter dem WpÜG stellt für die Zielgesellschaft ein einschneidendes Ereignis dar.[1] Die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft (nachfolgend auch die „Angebotsadressaten") entscheiden als Angebotsadressaten kollektiv über den Erfolg des öffentlichen Angebots und damit über eine Veränderung der Aktionärs-/Kontrollstruktur der Zielgesellschaft. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft (nachfolgend auch die „Organe") kommt dabei die wohl bedeutendste Pflicht zur Unterstützung dieser Entscheidung zu.[2] Im Rahmen der Stellungnahme nach § 27 WpÜG sind sie berechtigt und verpflichtet, die Angebotsadressaten über Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung zu informieren (§ 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG) (nachfolgend auch die „finanzielle Stellungnahme"). Die finanzielle Stellungnahme ist für die Angebotsadressaten von besonderer Bedeutung und stellt die Organe vor besondere Schwierigkeiten und Probleme.

Art und Höhe der Gegenleistung sind für die Entscheidung der Angebotsadressaten über die Annahme des Angebots häufig ausschlaggebend.[3] Wirtschaftlich denkende Angebotsadressaten haben beim Verkauf ihrer Aktien regelmäßig ausschließlich ein Interesse an der Realisierung eines größtmöglichen Profits („return on investment").[4] Offeriert der Bieter folglich eine angemessene und attraktive Gegenleistung, wird das Angebot aller Voraussicht nach von einer Vielzahl der Angebotsadressaten ange-

---

1 *Brandi*, in: Thaeter/Brandi, Öffentliche Übernahmen, Teil 3 § 1 Rz. 1.

2 § 27 WpÜG verpflichtet die Organe und nicht die einzelnen Organmitglieder, vgl. statt aller *Bürgers*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 27 WpÜG Rz. 2.

3 So auch *Fuchs*, in: Fleischer, Hdb Vorstandsrecht, § 22 Rz. 96; *Fleischer/Kalss*, WpÜG, S. 96 („Schlüsselrolle"); *Winter/Harbarth*, in: Hommelhoff/Hopt/von Werder, Hdb. Corporate Governance, S. 463, 496; *Röh*, in: Haarmann/Schüppen, FK-WpÜG, § 27 Rz. 34 (ausschlaggebende Bedeutung); *Goslar*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 22 Rz. 61 („entscheidender Faktor").

4 Vgl. *Röh*, in: Haarmann/Schüppen, FK-WpÜG, § 33 Rz. 1; *Hariri*, Übernahmerecht und Aufsicht, S. 32; *Klormann*, Externe Corporate Governance und ineffiziente Kapitalmärkte, S. 50 f.

nommen werden.[5] Ist die Gegenleistung zu niedrig, werden die Angebotsadressaten hingegen von der Annahme absehen und ihre Aktien an der Zielgesellschaft behalten. Um sich über die Gegenleistung zu informieren, werden viele Angebotsadressaten unter anderem die Stellungnahme der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG zu Rate ziehen. Die Organe der Zielgesellschaft als Unternehmensinsider vermögen durch ihre Sachnähe zur Zielgesellschaft die Gegenleistung am besten einzuschätzen,[6] zumal sie über intime Kenntnisse der gegenwärtigen Finanz-, Vermögens- und Ertragslage der Zielgesellschaft und deren zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten verfügen.[7] Dies befähigt sie dazu, eine fundierte Stellungnahme zu Art und Höhe der gebotenen Gegenleistung abzugeben.[8] Im Hinblick auf den Ausgang des Angebotsverfahrens sind die Informationen zur Gegenleistung somit die wichtigste Komponente der Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG.[9] Nicht ohne Grund wird dieser Teil daher als „Kern" der Stellungnahme der Zielgesellschaft bezeichnet.[10]

Die Stellungnahme der Zielgesellschaft ist eine Ausprägung des allgemeinen Grundsatzes gemäß § 3 Abs. 2 WpÜG. Nach den Regelungszielen des WpÜG soll die Stellungnahme der Zielgesellschaft den Wertpapierinhabern ausreichende Informationen zur Verfügung stellen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können.[11] Die Stellungnahme zu Art und Höhe der Gegenleistung erachtete der Gesetzgeber dabei als so wichtig, dass dieser Teil der Stellungnahme einer der vier obligatorischen Bestandteile der Stellungnahme wurde (vgl. § 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1-4 WpÜG). Hinter der zwingenden Verpflichtung zur finanziellen Stellungnahme steht die gesetzgeberische Annahme, Vorstand und Aufsichtsrat seien wegen ihrer Kenntnisse der Geschäftsentwicklung und des Entwicklungspotentials der Zielgesellschaft besonders sachkundig.[12]

---

5 *Hopt*, in: *Bruno/Ruggiero* (Hrsg.), Public Companies, S. XXI, XXIII.
6 *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rz. 64.
7 *Mohamed*, DStR 2015, 2290, 2292.
8 Ebenda.
9 Ebenda.
10 *Maier-Reimer*, ZHR 2001, 258, 262; *Strehle*, in: *Meyer-Sparenberg/Jäckle*, BeckHdB M&A, § 58 Rz. 93; *Goslar*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 22 Rz. 61 („inhaltlicher Schwerpunkt").
11 Begr. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 52; *Fleischer/Kalss*, WpÜG, S. 95; *Harbarth,* ZIP 2004, 3; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rz. 4; *Goslar*, in: Paschos/Fleischer, Handbuch Übernahmerecht, § 22 Rz. 1.
12 *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rz. 64; *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rz. 41.

Gleichwohl dürfen bei aller Bedeutsamkeit für die Angebotsadressaten nicht die damit einhergehenden Organpflichten in den Hintergrund des rechtswissenschaftlichen Diskurses geraten. Die Stellungnahme zur Höhe der Gegenleistung betrifft im Wesentlichen den Wert der Aktien der Zielgesellschaft. Eine Unternehmensbewertung im Zuge eines öffentlichen Angebots kann schwierige Bewertungsfragen aufwerfen.[13] § 27 WpÜG ist als Bewertungsanlass wegen des engen Zeitrahmens der Stellungnahme von besonderer Brisanz. Gemäß § 27 Abs. 3 Satz 1 WpÜG ist die Stellungnahme der Zielgesellschaft „unverzüglich" nach Übermittlung der Angebotsunterlage zu veröffentlichen. Die Organe der Zielgesellschaft müssen innerhalb kürzester Zeit eine Aussage über den Wert der Aktien der Zielgesellschaft treffen. Eine Unternehmensbewertung in limitierter Zeit stellt für die Organe nahezu eine "Herkulesaufgabe" dar. Die Organpflichten dürfen nach dem Grundsatz „Inpossibilium nulla obligatio est"[14] allerdings ohnehin nur soweit reichen, wie sie im zeitlichen Rahmen tatsächlich erfüllbar sind.

## *B. Anlass der Untersuchung*

Anlass zur vorliegenden Untersuchung gibt die Verwaltungspraxis der BaFin sowie die EU-Übernahmerichtlinie. Die BaFin sah Anlass, ihre langjährige Verwaltungspraxis im Zusammenhang mit Stellungnahmen von Zielgesellschaften zu veröffentlichen. Ziel sei es, Klarheit und Rechtssicherheit für die Organe der Zielgesellschaft zu schaffen.[15] Hierzu stellte die BaFin allgemeine Maßstäbe zur Erarbeitung von Stellungnahmen nach § 27 WpÜG auf. Danach besteht ein zunehmender Bedarf an der Erläuterung und Konkretisierung der Pflichten, die den Organen aus § 27 WpÜG erwachsen. Die veröffentlichten Vorgaben der BaFin zur Stellungnahme der Zielgesellschaft vermitteln zwar, wie die BaFin die Anforderungen des § 27 WpÜG im Sinne ihrer Verwaltungspraxis beurteilt. Im Hinblick auf

---

13 *Verse*, ZIP 2004, 199, 208.

14 Lateinisch: Nichts ist Pflicht bei Unmöglichkeit. Dieser Rechtsgrundsatz geht zurück auf *Celsus*, Corpus iuris civilis, Digesta 50, 17, 185; abrufbar unter http://droi tromain.upmf-grenoble.fr/ oder *Mommsen*, Corpus Iuris Civilis, S. 925; ähnlich auch: „Ultra posse nemo obligatur" (Lateinisch: Über das Können hinaus wird niemand verpflichtet.); instruktiv zu diesem Grundsatz siehe *Hassemer*, ZRP 2011, 192. Eine bekannte Ausprägung dieser Grundsätze im Privatrecht ist etwa § 275 Abs. 1 BGB, vgl. *Schulze*, in: Schulze, BGB, § 275 Rz. 1.

15 *BaFin*, BaFin Journal 07/14, S. 17 ff., abrufbar unter http://www.bafin.de.

die finanzielle Stellungnahme sind die Aussagen der BaFin aber sehr knapp und allgemein gehalten.[16] Die Gegenleistung dürfe danach nicht ohne Begründung als „angemessen" bezeichnet werden.[17] Zwar sei nicht anzugeben, wie die Höhe der Gegenleistung aus Sicht der Organe ausgestaltet sein müsste.[18] Die Organe haben aber Gründe zu nennen, warum sie die angebotene Gegenleistung nicht für angemessen halten.[19] Die BaFin gibt damit lediglich zu verstehen, dass die Stellungnahme zur Gegenleistung zu begründen ist, wobei die Wiedergabe einer hypothetischen Gegenleistung (sog. Wertindikation)[20] nicht erforderlich sei. Zu den Bewertungspflichten und der Stellungnahme zur Art der Gegenleistung schweigt die BaFin hingegen gänzlich. Die Frage, ob ein konkreter Wert der Zielgesellschaft oder nur eine Wertspanne zu bestimmen ist, klingt zwar an („weder feste Gegenleistung noch Spanne"[21]), wird im Ergebnis aber offen gelassen. Neben der wissenschaftlichen Untersuchung, ob die Ansichten der BaFin zutreffend sind, bedarf es somit weiterer Konkretisierungen.

Aus wissenschaftlicher Sicht wurde die Stellungnahme der Zielgesellschaft als Anlass einer Aktien-/Unternehmensbewertung bislang nicht bzw. nur unvollkommen untersucht.[22] Diese Lücke wurde jüngst kritisiert.[23] Der wissenschaftliche Fokus lag bislang auf der Angebotsunterlage des Bieters (§ 11 WpÜG), weshalb die Stellungnahme der Zielgesellschaft lange Zeit ein „Schattendasein" führte.[24] Zudem existiert kaum Rechtsprechung, die Aufschluss über die Pflichten der Organe gibt.[25] Insofern gilt es, diese Lücke durch die nachfolgende Untersuchung zu schließen.

---

16 *Hippeli/Hofmann*, NZG 2014, 850, 851 (Kein Anspruch auf Vollständigkeit).
17 *BaFin*, BaFin Journal 07/14, S. 17, 19.
18 Ebenda.
19 Ebenda.
20 Siehe unten im zweiten Teil, § 2 A. I. 12.
21 *BaFin*, BaFin Journal 07/14, S. 17, 19.
22 Vgl. etwa *Adolff*, Ub. börsenn. AG, passim, der das Bewertungsrecht börsennotierter Aktiengesellschaften zwar eingehend behandelt, aber die Stellungnahme der Zielgesellschaft als Bewertungsanlass wohl bewusst nicht berücksichtigt; siehe ferner *Ebke*, in: FS Hommelhoff, S. 161, passim; *Harbarth*, ZIP 2004, 3, passim, *Kossmann*, NZG 2011, 46, passim, und *Leyendecker/Kleinhenz*, BB 2011, 2952, passim, die einige Probleme bereits angerissen haben.
23 *Große-Frericks*, Angemessenheit, S. 659.
24 So *Kiesewetter/Kreymborg*, CFL 2013, 105, 105; *Hippeli/Hofmann*, NZG 2014, 850, 850.
25 Siehe nur OLG Frankfurt/M., Urt. v. 22.03.2007 – 12 U 77/06, juris.de (Rz. 47).

Auf Rechtsfolgenseite gibt die Stellungnahme der Zielgesellschaft ebenfalls Anlass zur Untersuchung. Im Kapitalmarktrecht hat der Gesetzgeber grundsätzlich die Möglichkeit, Rechtsverstöße mit Mitteln des Strafrechts, des Öffentlichen Rechts und des Privatrechts zu sanktionieren.[26] In der Praxis veranlasst die BaFin bei sog. fehlerhaften Stellungnahmen häufig, die bereits veröffentlichte Stellungnahme der Zielgesellschaft zu ergänzen bzw. zu korrigieren.[27] Zusätzlich zu dieser Pflicht können die Organe für fehlerhafte Stellungnahmen durch die BaFin mit einer Geldbuße belegt werden.[28] Der Bußgeldrahmen nach § 60 WpÜG wurde erst jüngst durch das 2. FiMaNoG deutlich erhöht und ergänzt. Im Gegensatz zur Angebotsunterlage muss die Veröffentlichung der Stellungnahme der Zielgesellschaft nicht von der BaFin gestattet werden (vgl. § 14 Abs. 2 WpÜG). Das Fehlen der Gestattungspflicht birgt ein hohes Risiko für die Organe der Zielgesellschaft, die erforderliche Form nicht einzuhalten. Zudem besteht – anders als für fehlerhafte Angebotsunterlagen nach § 12 WpÜG – keine ausdrückliche, privatrechtliche Haftungsnorm für fehlerhafte Stellungnahmen. Privatrechtliche Haftungsfälle sind nicht bekannt. Das Fehlen einer privatrechtlichen Haftungsnorm lässt dagegen im Hinblick auf eine effektive Normdurchsetzung des § 27 WpÜG aufhorchen. Vor diesem Hintergrund wird die derzeitige Sanktionierung fehlerhafter Stellungnahmen insbesondere mit Blick auf das Unionsrecht kritisiert, das gewisse Anforderungen an die vom Mitgliedstaat gewählten Sanktionen stellt.[29]

## *C. Gegenstand der Untersuchung*

Veröffentlicht der Bieter die Angebotsunterlage gemäß §§ 14, 11 WpÜG, löst dies das Recht und die Pflicht der Organe der Zielgesellschaft aus, gemäß § 27 WpÜG zu dem Angebot begründend Stellung zu nehmen. § 27 Abs. 1 Satz 2 WpÜG sieht obligatorische Mindestinhalte der Stellungnahme vor. Die Organe haben in der Stellungnahme zwingend zu diesen speziellen Gesichtspunkten Stellung zu nehmen, wenngleich dieser Aufzählung kein abschließender Charakter zukommt („insbesondere").[30] Danach

26 Siehe hierzu eingehend *Poelzig*, Normdurchsetzung durch Privatrecht, § 4.
27 *BaFin*, BaFin Journal 07/14, S. 17.
28 Siehe dazu unten im vierten Teil, § 4 A. I.
29 Kritisch *Ebke*, in: FS Hommelhoff, S. 161, passim.
30 *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 27 Rz. 33; *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rz. 53; *Oppenhoff*, Übernahmerecht, in: Drinhausen/Eckstein (Hrsg.), BeckHdB-AG, § 23 Rz. 92.

ist unter anderem auf die Art und Höhe der Gegenleistung (Nr. 1) und die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft (Nr. 2) einzugehen. Ferner haben die Organe zwingend zu den vom Bieter verfolgten Zielen Stellung zu nehmen sowie zu den Absichten der Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats, das Angebot anzunehmen, soweit sie Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind (§ 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 und Nr. 4 WpÜG). Das OLG Frankfurt/M. hat betont, dass darüber hinaus „unabhängig von den vorgeschriebenen obligatorischen Inhalten […] alle relevanten Tatsachen, die aus Sicht der Wertpapierinhaber für die Bewertung des Angebots relevant sind, offen zu legen sind".[31] Gegenstand der Untersuchung ist ausschließlich die Stellungnahme zu Art und Höhe der Gegenleistung nach § 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG samt der hiermit zusammenhängenden Vor-, Rand- und Folgefragen.

### *D. Gang der Untersuchung*

Sowohl die Stellungnahme zur Art als auch zur Höhe der Gegenleitung werfen interessante und nicht abschließend geklärte Rechtsfragen auf. Im Vorfeld des Hauptteils stellt sich eine Reihe von Fragen, die für die wissenschaftliche Untersuchung der Organpflichten unerlässlich sind. Zunächst wird die nationale und europäische Entwicklung der (finanziellen) Stellungnahme behandelt (Erster Teil, §§ 1, 2). Da das Unionsrecht ebenfalls eine Stellungnahme der Zielgesellschaft vorsieht, stellen sich zudem europarechtliche Vorfragen (Erster Teil, § 3). Im Mittelpunkt des ersten Teils steht indes der allgemeine Pflichtenmaßstab von § 27 WpÜG (Erster Teil, § 4), der die Grundlage für den Hauptteil bildet. Schließlich wird der bereits erwähnte Zeitrahmen der Stellungnahme nach § 27 Abs. 3 WpÜG genauer analysiert (Erster Teil, § 5).

Die konkreten Vorstands- und Aufsichtsratspflichten im Rahmen der finanziellen Stellungnahme werden im Hauptteil der Untersuchung behandelt (Zweiter Teil [Vorstand]; Dritter Teil [Aufsichtsrat]). Für die Stellungnahme zur Art der Gegenleistung ist bei Übernahme- und Pflichtangeboten zu unterscheiden, ob der Bieter eine Geldleistung in Euro oder in

---

31 OLG Frankfurt/M., Urt. v. 22.3.2007 – 12 U 77/06, juris.de (Rz. 47); vgl. auch *Oppenhoff*, Übernahmerecht, in: Drinhausen/Eckstein (Hrsg.), BeckHdB-AG, § 23 Rz. 92 („vernünftigerweise von Interesse").

Form von liquiden, an einem organisierten Markt zugelassenen Aktien gewährt (vgl. § 31 Abs. 2 WpÜG). Im letzteren Fall ist die Stellungnahme zur Art der Gegenleistung von immenser Bedeutung. Wegen der vielfältigen Eigenschaften einer Tauschaktie kommen mehrere Kriterien in Betracht, auf die einzugehen sein könnte (Liquidität, Marktzulassung, Stimmrechte, etc.). Bei Erwerbsangeboten steht es dem Bieter hingegen frei, die Art der Gegenleistung zu bestimmen. Insofern ist hier erst recht fraglich, zu welchen Kriterien der Gegenleistungsart Stellung zu nehmen ist. Diese und weitere Fragen der Stellungnahme zur Art der Gegenleistung werden im ersten Teil des Hauptteils (Zweiter Teil, § 1) untersucht. Im zweiten Teil des Hauptteils soll die Stellungnahme zur Höhe der Gegenleistung behandelt werden (Zweiter Teil, § 2). Wie anfangs erläutert, sind die Informationen zur Höhe der angebotenen Gegenleistung für die Angebotsadressaten von zentraler Bedeutung. Dieser Wichtigkeit will die nachfolgende Untersuchung gerecht werden, weshalb dieser Teil der Stellungnahme im Mittelpunkt der Untersuchung steht. Der Hauptteil schließt mit einer Einordnung der finanziellen Stellungnahme in die sog. Handlungsempfehlung der Organe (Zweiter Teil, § 3).

Im Nachgang des Hauptteils drängen sich Folge- und Randfragen zur finanziellen Stellungnahme auf. Problematisch ist etwa eine etwaige Verschwiegenheitspflicht der Organe (Vierter Teil, § 1). Weiterhin wird auf die Rolle externer Berater und deren sog. Fairness Opinions einzugehen sein (Vierter Teil, §§ 2, 3). Letztlich wird im vierten Teil die bereits angerissene Problematik der Sanktionierung fehlerhafter Stellungnahmen erörtert (Vierter Teil, § 4). Die Untersuchung schließt mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse, einer abschließenden Würdigung sowie einer Praxisempfehlung (Fünfter Teil).

## *E. Ziel der Untersuchung*

Ziel der Untersuchung ist es, die Stellungnahme der Zielgesellschaft zur Gegenleistung wissenschaftlich umfassend zu untersuchen und bestehende Rechtsunsicherheiten zu beseitigen. Die vorangegangenen Ausführungen haben gezeigt, dass die Anforderungen an die finanzielle Stellungnahme der Zielgesellschaft von Wissenschaft und Praxis bisher nicht umfassend behandelt bzw. konkretisiert wurden. Die Organe der Zielgesellschaft sehen sich daher bei der Erarbeitung der Stellungnahme sowohl Grundsatz- als auch Detailfragen hinsichtlich ihres Pflichtenumfangs und der konkreten Ausgestaltung der finanziellen Stellungnahme ausgesetzt. Die Untersu-

chung soll beantworten, welche Informationsbasis für die Abgabe der finanziellen Stellungnahme benötigt wird, wie deren Inhalt *en détail* auszusehen hat und mit welchen Sanktionen für fehlerhafte Stellungnahmen *de lege lata* zu rechnen ist und *de lege ferenda* zu rechnen sein sollte.[32]

Für die Praxis kann die nachfolgende Untersuchung insofern von Nutzen sein, als Fehlerquellen bei der Erstellung von finanziellen Stellungnahmen beseitigt bzw. minimiert werden können.[33] Zum einen können hiervon die Organe der Zielgesellschaft profitieren, die das Risiko von Sanktionen durch fehlerhafte Stellungnahmen und der Verpflichtung nachträglicher Ergänzungen und Korrekturen reduzieren können. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Stellungnahme – anders als die Angebotsunterlage – nicht vorab an die BaFin übermittelt und von der BaFin gestattet wird.[34] Zum anderen kann hierdurch die quantitative und qualitative Information der Angebotsadressaten durch die Organe erhöht werden. Schließlich kann die Untersuchung ein Korrektiv und eine Ergänzung zu der jüngst veröffentlichten Verwaltungspraxis der BaFin liefern.

Zur Frage der Sanktionierung fehlerhafter Stellungnahmen soll sich die vorliegende Untersuchung primär dem Unionsrecht und dessen Anforderungen an die Normdurchsetzung widmen. Art. 17 EU-Übernahmerichtlinie verlangt eine „wirksame, verhältnismäßige und abschreckende" Wirkung der Sanktionierung. Mangels privatrechtlicher Haftungsnorm und gerichtlichen Haftungsfällen ist die privatrechtliche Sanktionierung *de lege lata* ungewiss und die Rechtsunsicherheit im deutschen und europäischen Recht somit groß.[35] Die Sanktionierung von § 27 WpÜG ist daher vor dem Hintergrund der zunehmenden Diskussion um die „Normdurchsetzung durch Privatrecht"[36] auf ihre Europarechtsmäßigkeit zu untersuchen.

---

32 Vgl. *Winner*, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshdb. Ub., § 23 Rz. 35.
33 Vgl. *Hippeli/Hofmann*, NZG 2014, 850, 851.
34 So auch *Strehle*, in: *Meyer-Sparenberg/Jäckle*, BeckHdB M&A, § 58 Rz. 83.
35 *Ebke*, in: FS Hommelhoff, S. 161, 163.
36 In der deutschen Rechtswissenschaft erstmalig umfassend *Poelzig,* Normdurchsetzung durch Privatrecht, passim.

# Erster Teil: Vorfragen

Den rechtlichen Rahmen für öffentliche Angebotsverfahren in Deutschland bildet das WpÜG, das am 1. Januar 2002 in Kraft trat.[37] Seither hat sich das WpÜG als wesentliche Säule des Kapitalmarktrechts etabliert.[38] Das WpÜG verortet die Pflicht der Organe zur Stellungnahme in § 27 WpÜG. Damit fand die finanzielle Stellungnahme der Zielgesellschaft Einzug in Abschnitt 3 des WpÜG, der bestimmte Mindestanforderungen für ein Angebotsverfahren aufstellt[39] und als Hauptteil des WpÜG bezeichnet werden kann. Abschnitt 3 regelt den allgemeinen Ablauf eines öffentlichen Angebotsverfahrens und gilt grundsätzlich für alle drei Angebotstypen des WpÜG, d.h. für Erwerbsangebote, Übernahmeangebote (über Verweis in § 34 WpÜG) und Pflichtangebote (über Verweis in § 39 WpÜG).

Zwei Jahre nach Inkrafttreten des WpÜG wurde am 30. April 2004 die EU-Übernahmerichtlinie verkündet, die das WpÜG maßgeblich beeinflusst und bei der Auslegung und Anwendung des WpÜG zu berücksichtigen ist.[40] Art. 9 EU-Übernahmerichtlinie regelt die Rechte und Pflichten der Leitungs- bzw. Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft. In Abs. 5 ist eine Pflicht der Leitungs- bzw. Verwaltungsorgane zur Erstellung und Veröffentlichung einer mit Gründen versehenen Stellungnahme vorgesehen. Dies vorausgeschickt, sollen im Folgenden einige Vorfragen zur (finanziellen) Stellungnahme der Zielgesellschaft behandelt werden.

## *§ 1: Rechtliche Entwicklung*

Die Stellungnahme der Zielgesellschaft ist nicht nur in heutigen Angebotsverfahren ein obligatorischer Bestandteil, sondern war schon vor dem WpÜG Bestandteil des Übernahmerechts. Zwar bestand vor Einführung des WpÜG keine ausdrücklich regelte Pflicht zur Veröffentlichung einer

37 Einen Überblick über das WpÜG geben *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 724, passim; *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 768, passim; *Thoma*, NZG 2002, 105, passim.

38 *Ebke*, in: FS Hommelhoff, S. 161, 163.

39 Vgl. RegE WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 30.

40 Zur EU-Übernahmerichtlinie siehe *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 222, passim; *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 306, passim; *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866, passim; sowie *Wiesner*, ZIP 2004, 343, passim.

(finanziellen) Stellungnahme,[41] stellt diese aber rechtshistorisch betrachtet keine Neuerung dar. Die Stellungnahme zu Art und Höhe der Gegenleistung fand gleichwohl erst kurz vor Ende des Gesetzgebungsverfahrens des WpÜG Eingang in § 27 WpÜG. Vor diesem Hintergrund scheint es nicht ausgeschlossen, dass die Ideen historischer Gesetz- und Normgeber von den Vätern des WpÜG aufgegriffen und verarbeitet wurden.

## A. Die finanzielle Stellungnahme vor dem WpÜG

Mangels ausdrücklicher Vorschriften waren vor allem Rechtswissenschaft und -praxis gefordert, öffentliche Übernahmeangebote zu regulieren. Dieser Aufgabe nahm sich hauptsächlich das Gesellschaftsrecht an, das sich unter anderem mit einer aktienrechtlichen Stellungnahme des Vorstands beschäftigte (I.). Der sog. Übernahmekodex nahm die Idee einer Stellungnahme in dessen Art. 18 auf, der wiederum durch die Wissenschaft konkretisiert wurde (II.).

### I. Aktien-/Gesellschaftsrechtliche Pflicht

Die Stellungnahme des Vorstands ist keine Errungenschaft des vergleichsweise jungen Kapitalmarktrechts. Das deutsche Kapitalmarktrecht hat sich zwar in den letzten Jahren dynamisch entwickelt,[42] aber nicht vermocht, das Übernahmerecht schon vor der Jahrtausendwende zu regulieren. Als Lückenfüller für die fehlende Regulierung fungierte derweil das Gesellschaftsrecht. Trotz der nur partiell bestehenden Regulierung von Übernahmeangeboten wurde die Information der Aktionäre und die Transparenz bei Übernahmeangeboten bereits vor Inkrafttreten des WpÜG als besonders wichtig angesehen. Die Erstellung und Veröffentlichung einer Stellungnahme zu dem Angebot wurde hierbei nicht etwa in das Ermessen des Vorstands gestellt, sondern war als Rechtspflicht längst allgemein anerkannt.[43] Eine entsprechende Verpflichtung des Aufsichtsrats wie im heuti-

---

41 Zu Übernahmeangeboten vor Einführung des WpÜG siehe eingehend *Assmann*, in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 1-157.

42 So *Ebke*, in: FS Hommelhoff, S. 161, der auf den Einfluss des europäischen und des US-amerikanischen Rechts verweist.

43 *Krause/Pötzsch*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rz. 19.