



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Rechtsschutz der Aktionäre bei Verstößen
gegen die Mindestpreisregeln im Übernahmerecht“**

Dissertation vorgelegt von Rebecca Hettich

Erstgutachter: Prof. Dr. Dirk Verse

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

ZUSAMMENFASSUNG DER WESENTLICHEN ERGEBNISSE

Rechtsschutz der Aktionäre bei Verstößen gegen die Mindestpreisregeln im Übernahmerecht

Unternehmensübernahmen bieten für Marktteilnehmer viele Chancen. Gleichzeitig birgt der Umstand, dass ein Aktionär eine kontrollierende Beteiligung an der Gesellschaft hält, die Gefahr, dass dieser nachteilstiftenden Einfluss nimmt und zugleich Vermögensinteressen des Einzelnen beeinträchtigt. Es liegt in der Natur der Sache, dass ein Bieter den eigenen Nutzen aus der Investition steigern und die Kosten der Übernahme möglichst geringhalten möchte. Entsprechend groß ist der Anreiz, den Aktionären der Zielgesellschaft trotz erwarteter Synergieeffekte und gesteigerter Effizienz ein äußerst niedriges Angebot zu unterbreiten. Vor diesem Hintergrund stellt § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3 ff. WpÜG-AngebotsVO Mindestpreisregeln für öffentliche Übernahme- und Pflichtangebote auf, definiert die Preisuntergrenze in Abhängigkeit von sonstigen Erwerbsgeschäften des Bieters und dem Durchschnittsbörsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft.

Die Geltungskraft der übernahmerechtlichen Regeln hängt jedoch entscheidend von deren effektiver Durchsetzung ab. Zahlreiche Rechtsstreitigkeiten der letzten Jahre rund um die Angemessenheit der gebotenen Gegenleistung belegen, dass weder die Existenz von Mindestpreisregeln als solche noch die behördliche Aufsicht über Unternehmensübernahmen eine hundertprozentige Gewähr dafür bieten können, dass den Angebotsadressaten tatsächlich eine gesetzeskonforme Gegenleistung zufließt. Unlängst riefen Urteile des LG Köln, LG Stuttgart, OLG Köln und OLG Stuttgart in Erinnerung, welch tiefgreifende Konsequenzen die fehlerhafte Preisberechnung insbesondere für verbliebenen Aktionäre haben kann, die *gerade wegen* des zu niedrigen Preises in die Gesellschaft investiert blieben. Im Fokus der Untersuchung steht die Frage nach den zivilrechtlichen Rechtsschutzmöglichkeiten des Einzelnen *de lege lata*, die bislang nur in Teilaspekten geklärt und in Bezug auf die nicht-anehmenden Aktionäre höchstrichterlich nicht entschieden ist. Durch den Blick in die britische und österreichische Rechtsordnung werden Anregungen für die Fortschreibung des WpÜG *de lege ferenda* gewonnen und ein konkreter Reformvorschlag unterbreitet.

1. Die deutsche Rechtsordnung vertraut insbesondere auf eine verwaltungsrechtliche Ahndung von Verstößen gegen die Mindestpreisregeln. So prüft die BaFin jede Angebotsunterlage im Gestattungsverfahren kursorisch auf Vollständigkeit und

offensichtliche Gesetzesverstöße. Ausnahmsweise kann die Aufsichtsbehörde in einem Zeitpunkt nach Gestattung und Veröffentlichung auf Grundlage des § 4 Abs. 1 Satz 3 WpÜG eine Erhöhung der Gegenleistung wegen ursprünglich unangemessener Preisgestaltung bzw. Ergänzungszahlungen anordnen. Aus Gründen der Rechtssicherheit und der raschen Verfahrensabwicklung werden die Eingriffsbefugnisse dabei durch die allgemeinen Prinzipien des Verwaltungsrechts aus §§ 48, 49 VwVfG begrenzt. Insofern ist die Gestattung einer untersagungspflichtigen, da unvollständigen oder offensichtlich gesetzeswidrigen Angebotsunterlage in der Regel ohne Rücksicht auf ein entgegenstehendes Vertrauen des Bieters rücknehmbar. Eine Möglichkeit zum Widerruf der Gestattung in sonstigen Fällen besteht nur selten, jedenfalls nicht bei reinem Kenntniserwerb der Behörde in Bezug auf preisrelevante Vorerwerbe.

2. Die Adressaten des gesetzeswidrig bepreisten Angebots verfügen nicht über subjektiv-öffentliche Rechte, die es ihnen ermöglichen, eine aufsichtsbehördliche Entscheidung erfolgreich mittels Widerspruch oder Klage anzugreifen. Ebenso wenig können sie ein Einschreiten der BaFin gegen den pflichtwidrigen Offerenten erzwingen. Denn über § 4 Abs. 2 WpÜG schließt der Gesetzgeber den Drittschutz übernahmerechtlicher Normen pauschal aus. Dies ergibt sich insbesondere im Vergleich mit wortgleichen Vorschriften der Wirtschaftsaufsicht sowie aus der sonstigen Entstehungsgeschichte der Norm und ist mit Blick auf den verfassungsrechtlichen Schutz des Anteilseigentums durch Art. 14 GG nicht zu beanstanden. Anderes gilt, wenn der Einzelne durch die Entscheidung in Grundrechten betroffen ist.
3. Umso mehr ist der Einzelne auf zivilrechtliche Rechtsschutzmöglichkeiten angewiesen. Auch unter Effektivitätsgesichtspunkten ist es sinnvoll, das Aktionärsinteresse an der Einhaltung der Preisregeln zu mobilisieren.

Im Fall der *nachträglichen* Unangemessenheit der Gegenleistung infolge von Parallel- und Nacherwerben des Bieters gewährt das Gesetz *annehmenden* Aktionären explizit einen Anspruch auf Zahlung des Differenzbetrags. Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist der Mindestpreis für *annehmende* Aktionäre auch dann individuell einklagbar, wenn die Gegenleistung *von Beginn an* hinter den gesetzlichen Mindestpreisvorgaben zurückbleibt. Hierfür streiten neben der Systematik der gesetzlich geregelten Nachbesserungsansprüche der fehlende Zuschnitt des § 12 WpÜG auf in Rede stehende Preisverstöße ungleich Informationspflichtverletzungen und das

telos des WpÜG. Der Individualanspruch trägt dazu bei, den gesetzlich intendierten Schutz der Minderheitsaktionäre zu verwirklichen. Der Verstoß gegen die Mindestpreisvorgaben stellt keinen mitgliedschaftsbezogenen Eingriff im Sinne des § 823 Abs. 1 BGB dar. Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB scheitert wiederum an der privatrechtsgestaltenden Natur und insofern fehlenden Schutzgesetzeigenschaft des § 31 Abs. 1 WpÜG.

4. Daneben haftet der Bieter gegenüber *verbliebenen* Aktionären unter Umständen nach den Grundsätzen der culpa in contrahendo auf Schadensersatz in Höhe der angemessenen Gegenleistung, Zug um Zug gegen Übertragung der gehaltenen Aktien.

Die Veröffentlichung der Angebotsunterlage markiert dabei als Vertragsanbahnung i.S.d. § 311 Abs. 2 Nr. 2 BGB den Beginn der vorvertraglichen Beziehung zwischen den Beteiligten. Mit dem Vertrauen des Einzelnen auf die Angaben in der Angebotsunterlage geht eine Einwirkungsmöglichkeit auf dessen Rechtsgüter einher. Wie im Rahmen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung hindert die Ansprache eines großen, womöglich unbestimmten Personenkreises die Haftung nicht. Als ungerechtfertigt erweist die Forderung nach einem individuellen Kontakt zum jeweiligen Wertpapierinhaber als notwendige Voraussetzung einer Haftung. Jene Forderung rührt nämlich von der Kollision verschiedener Anspruchsgrundlagen, von der parallelen Haftung des Bieters aus § 12 WpÜG her. Im Unterschied zu den annehmenden Aktionären können die verbliebenen allerdings gerade keinen Schadensersatzanspruch aus § 12 Abs. 1 WpÜG herleiten. Entsprechend entfaltet die Norm keine Sperrwirkung für deren Ansprüche.

5. Die Preisregeln des WpÜG gestalten den allgemein-zivilrechtlichen Pflichtenkanon des § 241 Abs. 2 BGB aus. Diese Erweiterung des Pflichtenkreises um übernahmerechtliche Verhaltensnormen bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass der Bieter bei ursprünglicher Unangemessenheit der Gegenleistung im konkreten Einzelfall tatsächlich haftet. So kann sich der Bieter beispielsweise exkulpieren, wenn er sein Handeln an der höchstrichterlichen Rechtsprechung bzw. der herrschenden Meinung im Schrifttum ausrichtet. Das Vertrauen auf die Auskunft der BaFin lässt den Verschuldensvorwurf dagegen nicht entfallen. Zwar können einzelfallspezifische Besonderheiten auch im Zivilrecht eine Risikoverlagerung rechtfertigen, so bei Verstoß gegen kapitalmarktrechtliche Meldepflichten, der Organhaftung oder im Bankenaufsichtsrecht. Im vorliegenden Fall lässt sich allerdings weder der strafähnliche

Charakter der drohenden Konsequenzen noch die Unzumutbarkeit der Handlungsalternative zur Begründung anführen. Der Offerent handelt im *eigenen* Interesse, profitiert unmittelbar selbst von der kostengünstigen Transaktion und kann das Haftungsrisiko durch umsichtige Angebotsgestaltung ausschalten.

6. Der Schadensersatzanspruch der verbliebenen Aktionäre ist nach § 249 Abs. 1 BGB primär auf den Abschluss eines Aktienkaufvertrags mit angemessener Gegenleistung gerichtet, sofern die Parteien ohne das pflichtwidrige Bieterverhalten nachweislich einen Vertrag eben diesen Inhalts geschlossen hätten. Erforderlich und ausreichend ist der - wohlgemerkt schwierige - Nachweis, dass der Aktionär bei einer Gegenleistung auf Mindestpreisniveau veräußerungswillig war. Sobald der Bieter die Kontrollschwelle überschreitet bzw. ein freiwilliges Übernahmeangebot unterbreitet, ist sein Handlungsspielraum in Bezug auf die Preisgestaltung begrenzt. Er ist zum Vertragsschluss zu angemessener Gegenleistung verpflichtet.

Der Bieter kann nicht mit Erfolg einwenden, er habe hypothetisch von der Angebotsunterbreitung abgesehen, und so die Schadenszurechnung hindern. Er unterliegt entweder einer Angebotspflicht oder hat die irreversible Entscheidung getroffen, ein freiwilliges Angebot in den Rechtsverkehr abzugeben. Die Berufung auf eine potentielle Untätigkeit als *rechtswidriges* Alternativverhalten ist zu versagen. Sicherlich ist es rechtens, unmittelbar nach der Beratung mit der BaFin über den Finanzierungsumfang des anvisierten Beteiligungsprojekts vom Kontrollerwerb bzw. der Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots abzusehen. Maßgeblich sind jedoch allein die tatsächlichen Gegebenheiten im Zeitpunkt der Pflichtverletzung.

7. Eine Anspruchskürzung wegen Mitverschuldens ist weder dadurch gerechtfertigt, dass sich der Aktionär bewusst für die Ablehnung des Angebots und gegen die Wahrung etwaiger Differenzzahlungsansprüche entschied noch durch den Umstand, dass er eine zwischenzeitliche Veräußerungsmöglichkeit zum Mindestpreis verstreichen ließ. Eine schadensrechtliche Vorleistungspflicht, konkret Angebotsannahme zwecks Sicherung des Anspruchs, ist dem deutschen Recht fremd. Die Desinvestition ist wegen der ungewissen Preiserhöhung folgeschwer und insofern unzumutbar. Wie im Rahmen der Prospekthaftung muss der Einzelne seine Anteile nicht aktiv am Markt unterbringen.

Die Ansprüche verjähren innerhalb der regulären Verjährungsfrist von drei Jahren. Während die Schadensersatznorm des § 12 WpÜG dem Zweck der vollumfänglichen Information und Transparenz dienen, sollen die gesetzlichen Preisregeln jedem

Aktionär bei Kontrollwechsel einen Ausstieg zu angemessenen Konditionen ermöglichen. Angesichts dieser verschiedenen Schutzzwecke ist eine analoge Anwendung der Sonderverjährungsregel des § 12 Abs. 4 WpÜG nicht angezeigt.

8. Insgesamt trägt der Schadensersatzanspruch dem Schutzbedürfnis der verbliebenen Aktionäre Rechnung. Diese nehmen im Unterschied zu den Desinvestierten eine ökonomisch zutreffende Bewertung des Angebots vor. Zwar kann die Beteiligung nach wie vor privat veräußert werden, jedoch besteht Unsicherheit sowohl im Hinblick auf die Handelsliquidität als auch die Bewertung der Aktie durch den Markt. Behält der Gesetzgeber an anderer Stelle einen Schadensersatzanspruch gem. § 12 Abs. 1 WpÜG ausdrücklich annehmenden Aktionären vor, ist dies *nicht* Ausdruck einer bewussten Entscheidung gegen die Anspruchsberechtigung der Verbliebenen. Vielmehr wurde der Wortlaut anderer prospektrechtlicher Haftungsnormen übernommen, ohne die eigentümliche Interessenlage bei Unternehmensübernahmen zu reflektieren. Dabei wurde verkannt, dass sich der angebotsausschlagende Aktionär in einer kontrollierten Gesellschaft wiederfindet.
9. Die prozessuale Durchsetzung der Ansprüche erweist sich als schwierig. Angesichts fehlender Einsicht in nicht-öffentliche Dokumente des Bieters ist der Nachweis eines pflichtwidrigen Verhaltens gleichermaßen wie die Bezifferung des Klageantrags schwer zu bewerkstelligen. Außerdem besteht keine Gewähr für die identische Beurteilung ein und desselben Sachverhalts durch befassende Gerichte. Ein einheitlicher Gerichtsstand besteht jedenfalls für Klagen der verbliebenen Aktionäre nicht. Angesichts des fehlenden Zuschnitts der zivilprozessualen Regeln auf die Sonderkonstellation des öffentlichen Angebotsverfahrens eröffnet der Gesetzgeber die Möglichkeit zur einheitlichen Klärung von strittigen Tatsachen oder Rechtsfragen im Kapitalanlegermusterverfahren vor dem Oberlandesgericht. Wesentliches Manko bleibt, dass der Einzelne nur dann an der Bindungswirkung teilnimmt, wenn er zuvor eine Individualklage mit vollem Kosten- und Prozessrisiko erhebt. Außerdem ist der Anwendungsbereich für Schadensersatzansprüche verbliebener Aktionäre nicht eröffnet.
10. *De lege ferenda* sollen die aufgezeigten Rechtsschutzdefizite durch die Einführung eines Feststellungsverfahrens vor der BaFin bereinigt werden. Als Inspirationsquelle dient die österreichische Rechtsordnung, die Beteiligungsinhabern seit Jahren eine

Möglichkeit zur risikolosen Prüfung der Konditionen durch die Übernahmekommission bietet.

Die Entscheidung der BaFin soll nach diesem Vorschlag künftig für sämtliche zivilgerichtlichen Verfahren bindend sein – gleich, welche individuelle Investitionsentscheidung der Aktionär getroffen hat bzw. ob zuvor eine Leistungsklage erhoben wurde. Jeder Einzelne kann unabhängig vom Umfang seiner Beteiligung die Angemessenheit der Gegenleistung in einem Zeitpunkt nach Abschluss des Übernahmeverfahrens prüfen lassen und so den Erfolg einer nachfolgenden Individualklage sicherstellen. Um einen Entscheidungseinklang herzustellen, wird das System um eine gerichtliche Vorlagepflicht ergänzt. Dem legitimen Interesse des Bieters an Rechtssicherheit wird durch kurze Fristen Rechnung getragen. Dabei beginnt die Antragsfrist allerdings erst zu laufen, wenn der Bieter sämtliche preisrelevante Parallel- und Nacherwerbe tatsächlich veröffentlicht und preisrelevante Vorerwerbe bekannt gemacht hat.

Darüber hinaus soll den Aktionären ein Forum geboten werden, um ihre individuelle Preisvorstellung verbindlich zu äußern. Zwar müssen die Aktionäre weiterhin eine Entscheidung über den Verbleib in der Gesellschaft treffen, ohne den realisierbaren Mindestpreis zu kennen. Hieraus erwächst ihnen jedoch kein Nachteil. Denn wer gerade wegen der zu niedrigen Gegenleistung in die Gesellschaft investiert blieb, kann und muss dem Bieter Aktien nachträglich andienen, wenn er bis zum Ablauf der Annahmefrist seine Veräußerungsbereitschaft zum Mindestpreis im Forum kundgetan hat.

Oberstes Ziel einer Reform ist es, die Geltungskraft der übernahmerechtlichen Preisregeln durch verbesserte Rechtsschutzmöglichkeiten der Aktionäre zu stärken.

