

# Fragen der Finanzierungsbestätigung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens

ULRICH NOACK

## I. Einleitung

Wer durch eine Erklärung *ad incertis personas* börsennotierte Wertpapiere erwerben will, wird statt des guten alten BGB besser das neue kapitalmarktrechtliche WpÜG konsultieren, um die Transaktion rechtlich einwandfrei abzuwickeln. Dabei wird der Kauf- oder Tauschwillige (genannt: Bieter) feststellen, daß er sich seine Vertragspartner nicht aussuchen kann, denn grundsätzlich müssen alle Aktionäre der Zielgesellschaft angesprochen werden (§ 3 Abs. 1 WpÜG). Bei Übernahmeangeboten (§ 29 WpÜG) besteht auch keine Inhaltsfreiheit, vielmehr ist eine Gegenleistung vorgeschrieben, welche sich an einem durchschnittlichen Börsenkurs zu orientieren hat (§ 31 WpÜG). Das Ganze gipfelt in einem Kontrahierungszwang (Pflichtangebot), der bei Erreichen einer 30 %-Stimmrechtsschwelle (§§ 35 Abs. 1, 29 Abs. 2 WpÜG) ausgelöst wird.

Ob einfaches Erwerbs-, Übernahme- oder Pflichtangebot: in keinem Fall ist es mit einer simplen Offerte getan, sondern es wird eine dezidierte „Angebotsunterlage“ verlangt (§ 11 WpÜG), die von einer Behörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen – BAFin) geprüft wird (§§ 14, 15 WpÜG). Dieser Angebotsunterlage ist – nur bei Barangeboten – die Bestätigung eines von dem Bieter unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmens (WPU) beizufügen, wonach der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, daß die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen (§ 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG). Um einige Aspekte dieser Finanzierungsbestätigung soll es im Folgenden gehen.

*Walther Hadding* hat stets sein wissenschaftliches Augenmerk auf Fragen des Bank- und Kapitalmarktrechts gerichtet, weshalb Hoffnung besteht, eine Studie zu einem seit 2002 bestehenden Detailproblem aus diesem Bereich werde sein Interesse finden.

## II. Sinn und Zweck der Finanzierungsbestätigung

Die Finanzierung des öffentlichen Angebots, Aktien gegen Barzahlung zu erwerben, gehört zu den Kernproblemen dieser Transaktion.<sup>1</sup> In der offiziellen Begründung zum WpÜG ist sogar von „entscheidender Bedeutung für ein Angebot“ die Rede.<sup>2</sup> Das ist nicht übertrieben, geht es doch um die Erbringung der Gegenleistung in Gestalt eines meist sehr hohen Geldbetrags. Wer seine Aktien im Laufe der mehrwöchigen Angebotsfrist zum Verkauf an den Bieter gibt (und damit auf ein Börsengeschäft verzichtet), soll am Ende nicht hören müssen: außer Spesen nichts gewesen. Zwar wird ein Verkäufer normalerweise nicht durch gesetzliche Vorkehrungen vor der Zahlungsunfähigkeit des Käufers geschützt. Bei einem öffentlichen Aktien-erwerbsangebot ist dies – wie eingangs erwähnt – anders, weil ein unsolide finanziertes Angebot nicht nur den einzelnen Aktionär frustriert, sondern auch eine Marktstörung bedeutet, die aus Gründen institutionellen Kapitalmarktschutzes nicht hingenommen werden kann.<sup>3</sup> § 13 Abs. 1 Satz 1 WpÜG erwartet daher von dem Bieter, er habe die „notwendigen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, daß ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel“ zur Verfügung stehen.

Eigener Vorsorge des Bieters ist im Zweifelsfall nicht zu trauen, daher setzen das WpÜG und vergleichbare ausländische Regelungen auf einen Dritten, der die Seriosität der Finanzierung bestätigt. In Deutschland ist dies ein „vom Bieter unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen“. Die Bestätigung des WPU ist als ergänzende Angabe in die Angebotsunterlage aufzunehmen (§ 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 WpÜG). Die wichtigste Rechtsfolge besteht in der Begründung eines Anspruchs für denjenigen, der ein öffentliches Erwerbsangebot angenommen hat: nach § 13 Abs. 2 WpÜG kann er von dem WPU Ersatz des aus der nicht vollständigen Erfüllung entstandenen Schadens verlangen.

Durch die Regelungen des § 13 Abs. 1 Satz 2, Abs. 2 WpÜG werden Barangebote gegenüber Tauschofferten tendenziell verteuert,<sup>4</sup> denn selbstverständlich läßt sich das WPU die Prüfung der Finanzverhältnisse des Bieters und vor allem das potentielle Haftungsrisiko angemessen vergüten. Die Höhe des Risikos hängt davon ab, was Inhalt der Bestätigung ist und ob sie im Lauf der Angebotsfrist aktualisiert werden muß; des weiteren kommt es

<sup>1</sup> Vogel in Haarmann/Riehmer/Schüppen, Öffentliche Übernahmeangebote – Kommentar zum WpÜG, 2002, § 13 Rn. 1.

<sup>2</sup> Begründung des Regierungsentwurfs eines WpÜG (BT-Drs 14/7034, S. 44), in Hirte (Hrsg.), WpÜG – Gesetzestexte, Quellen, Materialien, 2002, S. 165. Auch abgedruckt in ZIP 2002, 1272.

<sup>3</sup> Möller/Pöttsch WM 2000, Beil. 2, S. 20; Singhof/Weber WM 2002, 1158, 1159.

<sup>4</sup> Thaefer/Barth NZG 2001, 545, 548; Land DB 2001, 1707, 1710; Vogel ZIP 2002, 1421, 1430. Zur Haftung der Banken für die Richtigkeit der Angebotsunterlage bei Tauschangeboten Vaupel WM 2002, 1170.

auf die Klärung der Haftungsvoraussetzungen im einzelnen und vor allem auf die genaue Bestimmung des möglichen Haftungsumfangs an.

Die spezialgesetzliche Regelung einer Schadenshaftung des Bestätigenden ist – soweit ersichtlich – europaweit bislang einzigartig. Art. 6 des 2001 im Europäischen Parlament gescheiterten Entwurfs einer EU-Übernehmerichtlinie sah keine entsprechende Bestimmung vor. Lediglich die Angebotsunterlage selbst sollte danach „Angaben zur Finanzierung des Angebots“ enthalten. Auch die am 16. 12. 2003 beschlossene Fassung der EU-Übernehmerichtlinie kennt eine solche Inpflichtnahme eines Dritten nicht; vielmehr wird nur der Bieter angesprochen, der „vor der Ankündigung eines Angebots sicherzustellen (hat), daß er die gegebenenfalls als Gegenleistung gebotenen Barzahlungen in vollem Umfang leisten kann“ (Art. 3 Nr. 1 lit. e).

Das Vorbild der kontinentaleuropäischen Übernahmeregelungen, der Londoner City Code, hält den offeror dazu an, seine Leistungsfähigkeit vor Abgabe eines öffentlichen Angebots zu prüfen. Und: „Responsibility in this connection also rests on the financial adviser to the offeror“.<sup>5</sup> Die Folge dieser Verantwortlichkeit des Beraters ist zwar nicht, daß er das Geld selbst beibringen muß („will not be expected to produce the cash itself“), aber er hat angemessene Anstrengungen zu unternehmen, um sicherzustellen, „that the cash was available“.<sup>6</sup>

Das österreichische Übernahmegesetz (§ 9 Abs. 1 öÜbG) verlangt nach einem schriftlichen Bericht eines unabhängigen Sachverständigen, der eine Erklärung zur Finanzierung des Angebots beinhalten muß. Eine Haftung des Sachverständigen wird dort indessen nicht angeordnet, weshalb es eine Frage des allgemeinen österreichischen Zivilrechts ist, ob und inwieweit eine solche besteht.

Das schweizerische Bundesgesetz über den Börsen- und den Effektenhandel gibt der Übernahmekommission die Befugnis für zusätzliche Bestimmungen zur Prüfung des Angebots durch eine Revisionsstelle oder einen Effektenhändler. Die Kommission hat festgelegt, daß der Bieter im Angebotsprospekt Angaben über die Art der Finanzierung machen muß und die Bestätigung einer Prüfstelle beizufügen hat, daß die Mittel verfügbar sind.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> City Code, Rule 2.5. (a); vgl. auch City Code, General Principles, Nr. 3. Zum City Code *Heinrich* in Hirte (Fn. 2), S. 45 ff.

<sup>6</sup> City Code, Rule 2.5. (c).

<sup>7</sup> Art. 24, 28 BEHG i.V.m. Art. 20 UEV-UEK.

### III. Inhalt der Bestätigung

Um es negativ zu formulieren: Das WPU trifft keine Finanzierungszusage dergestalt, daß es selbst die Mittel zur Verfügung stelle. Die Bestätigung sagt auch nicht, daß der Bieter über die notwendigen Mittel aktuell verfügt;<sup>8</sup> sie ist also mit der Einzahlungsbestätigung nach § 37 AktG nicht direkt vergleichbar. Die von § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG verlangte Bestätigung ist vielmehr eine prognostische Feststellung, daß die getroffenen Maßnahmen sicher erwarten lassen, es werde Geld zum Fälligkeitszeitpunkt vorhanden sein. Das WPU hat eine spezifische due diligence bei dem Bieter durchzuführen, um die disponierten Eigen- und Fremdmittel zu prüfen. Soweit die Eigenmittel durch eine Kapitalerhöhung beschafft werden sollen, kommt es darauf an, ob die Maßnahme nach den Umständen rechtzeitig zum Fälligkeitszeitpunkt abgeschlossen werden kann, was grundsätzlich nur bei geschlossenen Gesellschaften und bei Vorhandensein von Zeichnungszusagen realistisch erscheint. Bei der Liquiditätsbeschaffung durch Veräußerung von Vermögensgegenständen muß darauf geachtet werden, daß nach Lage der Dinge ein aufnahmebereiter Markt vorhanden ist. Fremdmittel brauchen nicht als „unwiderrufliche Zahlungsgarantie“ zugesagt sein,<sup>9</sup> aber ein wirklicher Darlehensvertrag muß vorliegen.<sup>10</sup>

### IV. Aktualisierung der Finanzierungsbestätigung

#### 1. Unrichtigkeit der Finanzierungsbestätigung vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage

Zwischen der Einholung einer Finanzierungsbestätigung und dem Abschluß des öffentlichen Erwerbsverfahrens kann durchaus mehr als ein Vierteljahr liegen. Die Annahmefristen für das Angebot betragen zwischen vier und zehn Wochen (§ 16 Abs. 1 WpÜG), wobei Verlängerungen wegen Angebotsänderungen, Konkurrenzangeboten und der „Zaunkönigregelung“ (§ 16 Abs. 2 WpÜG) möglich sind. Und es kommt noch ein Vorlauf vor Beginn der Annahmefrist hinzu, da die Bestätigung dem Entwurf einer Angebotsunterlage zur Prüfung durch die BAFin beizufügen ist, wofür zehn Werktage anzusetzen sind.<sup>11</sup> Schon aus diesem Grund kann sie zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (§ 14 Abs. 3 WpÜG) veraltet sein.

Die bislang zu beobachtende Praxis stellt überwiegend das Bestätigungsschreiben auf einen Zeitpunkt aus, der zwei bis drei Wochen vor dem Tag

<sup>8</sup> Vogel ZIP 2002, 1426; Singhoff/Weber WM 2002, 1162.

<sup>9</sup> So aber Süßmann in Geibel/Süßmann, WpÜG-Kommentar, 2002, § 13 Rn. 18.

<sup>10</sup> Singhoff/Weber WM 2002, 1163 f.

<sup>11</sup> Lenz/Behnke BKR 2003, 43.

der Veröffentlichung der Angebotsunterlage liegt. Dieses Vorgehen spiegelt die internen Verhandlungsabläufe wider, denn der Bieter muß sich zunächst um ein entsprechendes Testat bemühen, bevor er seine damit bestückte Angebotsunterlage zur behördlichen Prüfung durch die BAFin gibt. Das WPU könnte die Bestätigung zwar exakt auf den Tag der Veröffentlichung der Angebotsunterlage beziehen, indem das Schreiben entsprechend vordatiert wird.<sup>12</sup> Am Problem, daß es zwischen der eigentlichen Ausstellung der Finanzierungsbestätigung und dem Tag der Veröffentlichung der Angebotsunterlage zu negativen Finanzentwicklungen bei dem Bieter kommt, würde dies allerdings nichts ändern. Sollte der Bieter wegen dieser zwischenzeitlich eingetretenen Kalamität die Transaktion nicht durchführen können, haftet das WPU bei Vorliegen der sonstigen Voraussetzungen auf Schadensersatz. Denn ungeachtet anderer Datierung bezieht sich die Finanzierungsbestätigung immer auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage.<sup>13</sup> Sollte das WPU die Publikation seiner zuvor eingeholten Bestätigung durch den Bieter nicht mehr verhindern können, eröffnet das Gesetz einen Ausweg, um der Haftung zu entgehen. Das WPU hat in einer Veröffentlichung nach § 15 Abs. 3 WpHG oder in einer vergleichbaren Bekanntmachung auf die Unrichtigkeit der Bestätigung hinzuweisen (§§ 13 Abs. 3, 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG). Aktionäre der Zielgesellschaft, die nach dieser Korrekturveröffentlichung noch das Angebot annehmen, sind gegenüber dem WPU nicht mehr anspruchsberechtigt; auf ihre positive Kenntnis von der Bestätigung bzw. der Korrektur kommt es nicht an. Aktionäre, die vor der Korrekturveröffentlichung angenommen haben, bleiben hingegen durch die Mithaftung des WPU (dazu unten V und VI) geschützt.

## *2. Unrichtigwerden der Finanzierungsbestätigung nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage*

Das Hauptproblem liegt freilich in negativen Veränderungen der Finanzlage des Bieters nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage. Zunächst ist zu prüfen, ob insoweit eine Aktualisierungspflicht des Bieters besteht oder ob es mit den (richtigen!) Angaben zum Veröffentlichungszeitpunkt sein Bewenden hat, auch wenn diese nachträglich unrichtig werden. Wenn der Bieter nicht aktualisieren müßte, gäbe es auch keinen Anlaß für ein entsprechendes Tun des WPU.

<sup>12</sup> Berrar ZBB 2002, 174, 181.

<sup>13</sup> Singhoff/Weber WM 2002, 1158, 1165.

## a) Aktualisierungspflicht des Bieters

Die Frage, ob der Bieter eine nach Veröffentlichung unrichtig gewordene Angebotsunterlage aktualisieren muß, um seiner Haftung nach § 12 Abs. 1 WpÜG zu entgehen, hat das Gesetz nicht beantwortet; auch die üppigen Materialien schweigen. In § 11 Abs. 1 Satz 3 WpÜG heißt es über die Angebotsunterlage: „Die Angaben müssen richtig und vollständig sein“. Ob sich diese an sich selbstverständliche Anforderung nur auf den Publikationszeitpunkt oder auf den ganzen Zeitraum bis zum Ende der Annahmefrist bezieht, ist offen. Die ergänzende Angabe (§ 11 Abs. 4 WpÜG i. V. m. § 2 Nr. AngebVO) über die Höhe der jeweiligen Beteiligung an der Zielgesellschaft muß gem. § 23 WpÜG jedenfalls aktualisiert werden. Einen simplen Umkehrschluß, ansonsten bestehe eben keine Aktualisierungspflicht,<sup>14</sup> wird man nicht ziehen dürfen. Entscheidend sind die teleologischen Argumente: Nur eine aktuelle, nicht eine durch veränderte Umstände überholte Angebotsunterlage ist eine taugliche Informationsquelle für die Aktionäre der Zielgesellschaft.<sup>15</sup> Das Transparenzgebot (§ 2 Abs. 2 WpÜG) fordert, bis zum Ende der Annahmefrist eine den wahren Verhältnissen entsprechende Angebotsunterlage zur Verfügung zu stellen. Wäre dies anders, würde ein mittelbarer Zwang auf die Aktionäre der Zielgesellschaft ausgeübt, möglichst schnell das Angebot anzunehmen, um sich den Schadensersatzanspruch aus § 12 Abs. 1 WpÜG zu erhalten.<sup>16</sup> Dieser Annahmedruck wäre wiederum mit der Forderung nach „genügend Zeit“ (§ 2 Abs. 2 WpÜG) unvereinbar. Der ganz überwiegend vertretenen Ansicht,<sup>17</sup> daß eine Aktualisierungspflicht des Bieters für wesentliche Angaben bis zum Ende der Annahmefrist besteht, ist daher zuzustimmen.

Der Bieter hat demnach über eine Änderung in seinen Finanzverhältnissen zu berichten, sofern ihm deshalb die notwendigen Mittel zur vollständigen Erfüllung des Angebots (§ 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpÜG) im Fälligkeitszeitpunkt nicht mehr sicher zur Verfügung stehen. Damit ist der Frage allerdings nicht auszuweichen, ob auch das WPU zu einer entsprechenden Warnung aufgerufen ist, insbesondere dann, wenn der Bieter pflichtwidrig untätig bleibt.

<sup>14</sup> So *Hamann* ZIP 2001, 2249, 2257.

<sup>15</sup> Zutreffend *Möllers* ZGR 2002, 664, 675.

<sup>16</sup> *Möllers* in *Hirte/v. Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2002, § 12 Rn. 52 a.E.

<sup>17</sup> *Assmann* in *Festschrift Ulmer*, 2003, S. 757, 776; *ders.* AG 2002, 153; *Steinmeyer/Häger* WpÜG, 2002, § 11 Rn. 14; *Möllers* in *Kölner Komm. WpÜG* (Fn. 16), § 12 Rn. 52 ff.; *Hopt* ZHR 166 (2002), 383, 408; *Huber* Haftung für Angebotsunterlagen nach dem WpÜG, 2002, S. 193; i.E. auch *Stephan* AG 2003, 551, 555 (für die hier interessierenden Angaben zur Zahlungsfähigkeit).

## b) Aktualisierungspflicht des WPU

Die Erklärung des WPU ist eine auf die Aktionäre der Zielgesellschaft bezogene Kapitalmarktinformation, die genauso wie die Angebotsunterlage typisiertes Vertrauen erzeugt.<sup>18</sup> Diese Kapitalmarktinformation äußert bis zum Ende der Angebotsfrist eine Dauerwirkung.<sup>19</sup> Zwar scheint der Wortlaut des § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG von einer Momentaufnahme auszugehen („getroffen hat“), doch ist diese Formulierung angesichts des Zwecks und des Inhalts der Finanzierungsbestätigung nicht entscheidend. Das Testat über die Verlässlichkeit der Finanzierung gewinnt gerade während der Angebotslaufzeit wesentliche Bedeutung, und zwar nach zwei Richtungen: zum einen wegen der aktuellen Aufmerksamkeit der Aktionäre der Zielgesellschaft, zum anderen wegen der prognostischen Elemente, die sich während dieser Zeit zu bewähren haben.

Die Position des WPU bei einem öffentlichen Kaufangebot ist in mancher Hinsicht vergleichbar mit der Stellung der Emissionsbank bei einem öffentlichen Verkaufsangebot. Bei Wertpapieremissionen ist ein Prospekt zu erstellen, der die erforderlichen Angaben enthält, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und die Wertpapiere zu ermöglichen (§ 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG). Wenn anfänglich zutreffende Prospektangaben, die für die Beurteilung der Emittentin oder der einzuführenden Wertpapiere wesentlich sind, bis zur Notierungsaufnahme falsch werden, ist das in einem Nachtrag zum Prospekt zu publizieren (§ 52 Abs. 2 BörsZulVO).<sup>20</sup> Dasselbe gilt nach der Rechtsprechung des BGH für den Unternehmensbericht des Geregelteten Marktes.<sup>21</sup> Das Schrifttum ist dem BGH gefolgt und hält die Emittentin für verpflichtet, den Prospekt bis zum Beginn der Notierung permanent zu aktualisieren.<sup>22</sup> Auch im Rahmen der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung ist anerkannt, daß der Prospektverantwortliche auf nachträglich eingetretene Änderungen durch Prospektberichtigung oder durch entsprechende Hinweise bei Abschluß des Vertrages aufmerksam zu machen hat.<sup>23</sup> Ob auch die emissionsbegleitende Bank verpflichtet ist, diese

<sup>18</sup> Möllers in Kölner Komm. WpÜG (Fn. 16), § 13 Rn. 62. Dazu im Hinblick auf eine allgemeine (nicht WpÜG-spezifische) Finanzierungsbestätigung eines Kreditinstituts *Canaris* in Festschrift Schimansky, 1999, S. 43 ff.

<sup>19</sup> So *Stephan AG* 2003, 551, 555 für die Finanzierungsangaben in der Angebotsunterlage des Bieters.

<sup>20</sup> Vgl. auch § 11 VerkProspG.

<sup>21</sup> BGHZ 139, 225, 232 ff.

<sup>22</sup> *Assmann* in *Assmann/Schütze*, Handbuch Kapitalanlagerecht, § 7 Rn. 71; *ders.* in Festschrift Ulmer, 2003, S. 757, 767 in Fn. 21; *Gross* Kapitalmarktrecht, §§ 45, 46 BörsG, Rn. 33 ff.; *Stephan AG* 2002, 3, 7; *Hauptmann* in *Vortmann*, Prospekthaftung, § 3 Rn. 76 ff.; *Kort AG* 1999, 9, 15 (nur für die Emittentin); *Hamann* in *Schäfer*, Wertpapierhandelsgesetz u. a., §§ 45, 46 BörsG a.F. Rn. 90; *Beck* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht-Kommentar (KMRK), 3. Aufl. 2004, §§ 48 – 52 BörsZulVO, Rn. 8 f.

<sup>23</sup> BGHZ 71, 284; 139, 225.

Aktualisierung vorzunehmen, war eine Zeitlang sehr umstritten. Da die Bank für den Prospekt die Verantwortung übernimmt (§ 13 Abs. 2 Nr. 1 BörsZulVO), ist sie nach mittlerweile ganz herrschender und zutreffender Auffassung selbst auch zur Aktualisierung verpflichtet, soweit ihr prospektpflichtige Umstände bekannt werden, etwa die Erhebung einer Anfechtungsklage gegen den Kapitalerhöhungsbeschuß.<sup>24</sup>

Genauso wie sich Anleger bei dem Investment auf die Erklärungen der emissionsbegleitenden Bank verlassen, verhält es sich im Grunde bei Anlegern, die ihre Aktien einem öffentlich auftretenden Bieter verkaufen. Das ist besonders deutlich, wenn die Übernahme von einer eigens dafür gegründeten kleinen Tochtergesellschaft betrieben wird.<sup>25</sup> In diesem Falle orientieren sich die Aktionäre der Zielgesellschaft wirtschaftlich an der Leistungsfähigkeit der Muttergesellschaft und an der Bestätigung des WPU, während ihnen das rechtstechnisch als Bieterin im Sinne des WpÜG fungierende special purpose vehicle lediglich als eine Transaktionsstelle erscheint. Die Aktionäre der Zielgesellschaft vernachlässigen die Bonität des rechtlichen Bieters, weil sie auf die Erklärung eines bekannten Bankinstituts achten, die Transaktion stehe finanziell auf solider Grundlage.

Das WPU steht nicht für die Erfüllbarkeit der Erwerbsofferte, sondern für die von ihm bestätigte Darstellung der Finanzierbarkeit durch den Bieter ein (oben III). Wenn dem WPU nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage bekannt wird, daß die Bieterangaben schon zum Zeitpunkt der Bestätigung unrichtig waren und daß diese Falschangaben einen Einfluß auf die Aussage der Finanzierungsbestätigung haben, so ist zur Haftungsvermeidung eine Korrekturbekanntmachung (§§ 13 Abs. 3, 12 Abs. 3 Nr. 3 WpÜG) erforderlich. Dasselbe gilt, wenn sich herausstellt, daß dem WPU ein Fehler bei der Auswertung der zutreffenden Bieterangaben unterlaufen ist, etwa ein Rechenfehler oder eine nicht haltbare Bewertung eines Sachverhalts (Beispiel: ein letter of intent wurde als voll bindender Vertrag angesehen). All dies betrifft nicht nur positive Kenntnis, sondern auch den Fall, daß man vorwerfbar im Stadium der Unkenntnis verharret, Augen und Ohren verschließt.

Problematischer ist es, wenn die Angaben in der Angebotsunterlage und die sich danach richtende Finanzierungsbestätigung bis zur Veröffentlichung

<sup>24</sup> BGHZ 139, 225, 229; *Schwark* in Schwark, KMRK (Fn. 22), §§ 44, 45 BörsG Rn. 31; *Heidelbach* in Schwark, KMRK (Fn. 22), §§ 48–52 BörsZulVO Rn. 6; *Eilenberger* in Festschrift Schimansky, 1999, S. 591, 596; *Assmann* in Assmann/Schütze, Handbuch Kapitalanlagerecht, Ergänzungsbd., § 7, Rn. 30; *Hopt* Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, Rn. 211, 212; *Grundmann* in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 2. Aufl. 2001, § 112 Rn. 41; a.A. hinsichtlich der Aktualisierungspflicht der Emissionsbank *Kort* AG 1999, 9, 15 f.

<sup>25</sup> Beispiel: Die Übernahme der Stinnes AG im Jahr 2002 durch eine GmbH, deren Alleingesellschafterin die Deutsche Bahn AG war.



durchaus richtig waren, doch hernach in der Sphäre des Bieters Umstände eingetreten sind, die eine vollständige Erfüllung zum Fälligkeitszeitpunkt zweifelhaft erscheinen lassen. Praktisch ist vor allem der Fall, daß der zur Finanzierung des Barangebots zugesagte Kredit wegen einer sich wesentlich verschlechternden Vermögenslage des Bieters nicht ausgezahlt wird (§ 490 Abs. 1 BGB).<sup>26</sup> Hier wird man jedenfalls dann eine Korrekturmitteilung des WPU zu fordern haben, wenn es ursprünglich selbst den Kredit (mit) zugesagt und sich später wieder zurück gezogen hat.

Aber auch dann, wenn das WPU in die Finanzierungsarchitektur nicht als Kreditgeber, sondern „nur“ als Investmenthaus eingebunden ist, kann die Notwendigkeit einer Information des abgabewilligen Publikums eintreten. Dieser Sachverhalt tritt insbesondere bei Finanzierungsconsortien auf, die von dem WPU betreut werden. Zum Beispiel hat ein Investor gegenüber dem Bieter zugesichert, bestimmte Mittel aufzubringen, etwa im Rahmen einer Kapitalerhöhung. An seiner Bonität und Vertragstreue bestanden vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage keine ernsthaften Zweifel, doch der schlimmste Fall tritt ein: der Investor kann bzw. will seine Verpflichtungen nicht mehr erfüllen. Wenn das WPU in diesen Vorgang eingeschaltet ist, kann es gegenüber den Adressaten des Angebots nicht so tun, als sei die sachlich mittlerweile überholte Finanzierungsbestätigung die eine, das lukrative Investmentgeschäft hingegen die ganz andere Seite.

Man wird weiter annehmen müssen, daß das WPU auch bei Vorgängen, an denen es nicht beteiligt ist, eine „Produktbeobachtungspflicht“ hat, jedenfalls dann, wenn Umstände sich ändern, die für die Prognose einer Sicherstellung der Finanzierung als wahrscheinlich angenommen wurden. Um es an einem Beispiel zu erläutern: Der Bieter will die Finanzmittel durch Verkauf einer Immobilie aufbringen. Dieser Vorgang durfte vor Angebotsveröffentlichung angesichts der damaligen Marktverhältnisse als unproblematisch angesehen werden, weshalb auf Grund dieser Annahme eine Finanzierungsbestätigung erteilt wurde. Wegen einer unerwarteten Bauleitplanungsentscheidung der Gemeinde kann die Immobilie nicht zu dem erhofften Preis veräußert werden, und daher werden zum Fälligkeitszeitpunkt die Mittel fehlen. Wenn dem WPU die Änderung der Grundlagen für die Finanzierungsprognose zur Kenntnis kommt oder bei gehöriger Aufmerksamkeit hätte bekannt werden müssen, kann es sich nicht darauf zurück ziehen, man habe damals den Lauf der Dinge eben anders eingeschätzt. Vielmehr muß es zur Vermeidung seiner Haftung aus § 13 Abs. 2 WpÜG von der Möglichkeit einer Korrektur der öffentlichen Kapitalmarktinformation Gebrauch machen.

Zur Abgrenzung und Klarstellung sei bemerkt, daß bei einer Erhöhung der Gegenleistung, sei es freiwillig oder sei es wegen Parallelerwerb (§ 31

<sup>26</sup> Dazu *Singhof/Weber* WM 2002, 1158, 1165; *Schüppen* WP 2001, 958, 603.

Abs. 4 WpÜG), kein Aktualisierungsbedarf hinsichtlich der Finanzierungsbestätigung besteht. Das folgt schon daraus, daß der Verkehr vernünftigerweise nicht erwartet, die Bestätigung einer niedrigen Summe werde auch die höhere umfassen. Für freiwillige Erhöhungen der Gegenleistung ist im übrigen eine neue Finanzierungsbestätigung beizubringen (§ 21 Abs. 3 WpÜG).

## V. Haftungstatbestand

Der gesamte Haftungstatbestand erschließt sich erst aus dem Zusammenspiel mehrerer Normen. Ausgangspunkt ist § 13 Abs. 2 WpÜG. Danach haftet das WPU auf Schadenersatz unter drei Voraussetzungen: (1) Der Bieter hat vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage die notwendigen Maßnahmen für die Sicherstellung seiner Zahlungsfähigkeit zum Fälligkeitszeitpunkt nicht getroffen;<sup>27</sup> (2) zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Geldleistung stehen die notwendigen Mittel nicht zur Verfügung; (3) das Nichtergreifen der Maßnahmen war („aus diesem Grunde“) kausal für die fehlenden Mittel.

Wird das WPU in Anspruch genommen, so kann es sich selbstverständlich damit verteidigen, daß die notwendigen Maßnahmen bei Testatserteilung getroffen waren und das Ausbleiben der Mittel im Fälligkeitszeitpunkt auf nicht absehbaren sonstigen Ereignissen beruhte, die zudem keine Aktualisierungspflicht begründeten.<sup>28</sup> Um ein simples Beispiel zu nennen: Der Bieter hat alle notwendigen Finanzierungen ins Werk gesetzt, doch wird am Ende der Geldtransport auf dem Weg zur Zahlungsstätte ausgeraubt. Über die Ursachen für die fehlenden Mittel wird man bei komplexen Sachverhalten füglich streiten können, genauso wie über die vorgelagerte Frage, was angesichts der Verhältnisse „notwendige Maßnahmen“ sind. Wenn bekannt ist, daß im dunklen Walde die Räuber lauern, wäre es keine die Finanzierung sicher stellende Maßnahme, sich darauf zu verlassen, der Geldbote werde schon heil ankommen. Angesichts der eingetretenen Kalamität ist man gerne geneigt zu sagen, die Finanzierung sei eben doch nicht „sicher gestellt“ gewesen.<sup>29</sup> Aber ein solches Ex-Post-Verständnis ließe das im Übergang vom Referenten- zum Regierungsentwurf bewußt eingefügte Kausalitätsmerkmal („aus diesem Grunde“) leer laufen.<sup>30</sup> Zwei Extreme sind bei dem prognostischen Umgang mit der „Sicherstellung“ zu meiden:

<sup>27</sup> Als Redaktionsversehen muß man den Verweis auf Abs. 1 Satz 2 einordnen; die Pflicht des Bieters (!) zur soliden Finanzierung ist in Abs. 1 Satz 1 angeordnet.

<sup>28</sup> *Berrar* ZBB 2002, 181; *Schüppen* Wg 2001, 958, 963; *Singhoff/Weber* WM 2002, 1165; a.A., aber angesichts des Gesetzeswortlauts unzutreffend *Vogel* in Haarmann/Riehmer/Schüppen (Fn. 1), § 13 Rn. 87; textgleich *ders.* ZIP 2002, 1421, 1429.

<sup>29</sup> *Süßmann* in Geibel/Süßmann (Fn. 9), § 13 Rn. 33.

<sup>30</sup> Zutr. *Berrar* ZBB 2002, 181 Fn. 57.

zum einen darf nicht nach dem rheinischen Motto „Et hätt noch immer jot-jejange!“ verfahren werden; zum anderen brauchen unwahrscheinliche worst-case-Szenarien keine Berücksichtigung zu finden.

Der Schadensersatz beanspruchende Aktionär der Zielgesellschaft muß sowohl darlegen und ggf. beweisen, daß keine notwendigen Maßnahmen ergriffen worden waren. Nach allgemeinen Grundsätzen hat er an sich auch den Kausalitätsnachweis zu führen. Auf den ersten Blick könnte man der Auffassung sein, bei dieser Beweislastverteilung werde kaum ein Anspruch durchdringen. Der düpierte Aktionär der Zielgesellschaft sehe nur, daß er für die verkaufte Aktie kein Geld erhält, aber es bleibe ihm in der Regel verschlossen, ob die Finanzierung von Anfang an auf tönernen Füßen stand oder nachträgliche unkalkulierbare Ereignisse das vertretbare Finanzierungskonzept zum Einsturz brachten. Damit wird übersehen, daß zu den „ergänzenden“ Angaben in der Angebotsunterlage solche über die notwendigen Finanzierungsmaßnahmen gehören (§ 11 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpÜG). Der Aktionär muß und kann ex post dartun, daß die dort beschriebenen Maßnahmen unzureichend waren. Da diese Maßnahmen zwar nicht objektiv, aber aus Sicht des WPU ausreichten, hat dieses seinerseits außerordentliche Umstände anzuführen, die zwischen Veröffentlichung der Angebotsunterlage und der Fälligkeit der Barleistung eingetreten sind und keiner Aktualisierungspflicht (oben IV 2 b) unterlagen. Man kann durchaus sagen, die Ursächlichkeit der (als nicht zureichend erkannten) Maßnahmen für den späteren Mittelmangel werde vermutet. Wenn das WPU solche Umstände anführt, liegt es an dem Anspruchsteller, deren Irrelevanz für die Liquiditätsklemme des Bieters zu behaupten und zu beweisen.

Von einer „reinen Erfolgshaftung“ des WPU<sup>31</sup> kann schon deshalb keine Rede sein, weil das WPU immerhin die unzulänglichen Finanzierungsmaßnahmen als hinreichend testiert hat. Doch selbst dies ist nicht der ganze Haftungstatbestand, vielmehr kann sich das WPU entlasten. § 13 Abs. 3 WpÜG ordnet die entsprechende Geltung von § 12 Abs. 2 WpÜG an, wonach nicht in Anspruch genommen werden kann, wer nachweist, daß er die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben der Angebotsunterlage nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht. Entsprechende Anwendung bedeutet, daß statt „Angebotsunterlage“ zu lesen ist: „Finanzierungsbestätigung“. Ferner kann das WPU vorbringen, der Anspruchsteller habe das Angebot nicht auf Grund der Finanzierungsbestätigung angenommen oder er habe die Unrichtigkeit der Bestätigung gekannt (§ 13 Abs. 3 i. V. m. § 13 Abs. 3 WpÜG).

Wenn also das WPU nachweisen kann, daß es unverschuldet oder nur mit leichter Fahrlässigkeit falschen Angaben des Bieters aufgesessen ist, entfällt seine Haftung. Hier wird es darauf ankommen, wie intensiv die due dili-

<sup>31</sup> Vogel in Haarmann/Riehmer/Schüppen (Fn. 1), § 13 Rn. 87.

genge des WPU zu sein hat, die im Vorfeld der Testatserteilung stattfindet.<sup>32</sup> Keine Entlastung, auch nicht für leichte Fahrlässigkeit, kann es geben, wenn aus richtigen Tatsachenangaben des Bieters die falschen Schlüsse gezogen worden sind. Allerdings hat das WPU einen Einschätzungsspielraum in der Bewertung der vom Bieter präsentierten Finanzierungsmodi, so daß sich die Härte im Vertretenmüssen relativiert.

Gegen den Bieter kann der Aktionär der Zielgesellschaft allerdings schon dann vorgehen, wenn wesentliche Angaben der Angebotsunterlage unrichtig oder unvollständig waren (§ 12 Abs. 1 WpÜG). Zu den wesentlichen Angaben zählen die von verlangten „ergänzenden“ Angaben über die Finanzierung.<sup>33</sup> Auf die Frage, ob gerade wegen der unrichtigen Angaben über die Finanzierung kein Geld zur Verfügung stand, kommt es insoweit nicht an.

## VI. Haftungsumfang

### 1. Positives Interesse

§ 13 Abs. 2 WpÜG ordnet eine Schadensersatzhaftung an. Anspruchsberechtigt ist der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, der das Angebot des Bieters während der Annahmefrist akzeptiert hat. Anspruchsgegner ist das WPU, das die schriftliche Bestätigung erteilt hat. Probleme bereitet die Bestimmung des Haftungsumfangs. Das Gesetz spricht von dem „Ersatz des ihm (Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft) aus der nicht vollständigen Erfüllung entstandenen Schadens“. Mit dieser Formulierung wollte der Gesetzgeber deutlich machen, daß es um den Ersatz des positiven Interesses geht.<sup>34</sup> Nach den dafür geltenden Grundsätzen ist der Aktionär so zu stellen, wie er stünde, wenn der Bieter den Kaufvertrag vollständig erfüllt hätte. Wäre der Kaufvertrag ordentlich abgewickelt worden, so hätte der Aktionär gegen Übertragung seiner Aktien Geld in Höhe des angebotenen Betrags vereinnahmt. Geht man von dem Regelfall aus, daß die Aktie nur Zug um Zug gegen Erbringung der Geldleistung übertragen wird, so behält der Aktionär bei einem Scheitern dieser Transaktion seine Wertpapiere.

Die „nicht vollständige Erfüllung“, von der das Gesetz spricht, führt dann zu einem Schaden, wenn der Kurs der Aktien nach Ablauf der Annahmefrist niedriger ist als die angebotene, aber nicht erbrachte Bar-Gegenleistung. Das wird vielfach der Fall sein, aber es kann auch Sachverhalte geben, daß sich der Preis der Aktie nach oben bewegt (etwa weil eine vom Markt

<sup>32</sup> Dazu oben III und eingehend *Singhoff/Weber* WM 2002, 1162 ff.

<sup>33</sup> Daß Ergänzendes wesentlich ist, wird man als wenig gelungene Gesetzessprache ansehen; in der Sache besteht kein Zweifel.

<sup>34</sup> Begr. RegE, bei *Hirte* (Fn. 2), S. 166.

als schädlich eingeschätzte Übernahme geplatzt ist). Im letztgenannten Fall entfällt ein Schadensersatzanspruch. Das negative Interesse wird nicht ersetzt, weshalb – wirtschaftlich kaum ins Gewicht fallende – Nebenkosten aus der Angebotsannahme nicht geltend gemacht werden können.<sup>35</sup>

## 2. Schadensberechnung

Die Schadensberechnung hat sich an dem Wert des Kaufgegenstandes, der Aktie, zu orientieren. Da die Aktie das Unternehmen repräsentiert, handelt es sich um einen nach oben und nach unten schwankenden Wert. Während der Gläubiger im schuldrechtlichen Normalfall gehalten ist, zur Vermeidung des Mitverschuldenseinwands seinen Ersatzanspruch zeitnah geltend zu machen, kann dies für die Aktie dann nicht zutreffen, wenn man statt einer (unrealistischen) Unternehmensbewertung den Börsenkurs als Maßstab nimmt. Letzteres steht im Einklang mit der neueren Rechtsprechung zu Abfindungsansprüchen des Aktionärs,<sup>36</sup> vor allem entspricht es der Methode des WpÜG, das an den durchschnittlichen Börsenkurs anknüpft. Geht man lediglich von dem Handelstag nach Bekanntwerden des Scheiterns aus, könnten eruptive Marktschwankungen nach oben und (praktisch häufiger) nach unten nicht ausgeglichen werden. Daher kann es nicht auf den Kurs dieses Tages ankommen, vielmehr ist eine Referenzperiode in den Blick zu nehmen. Zweckmäßig erscheint, in Anlehnung an die für Übernahmeangebote geltende Regelung des § 5 AngebotsVO den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der auf das Scheitern folgenden drei Monate zugrunde zu legen. So läßt sich die Differenz zwischen Gegenleistung (Barangebot) und objektivem Wert der Leistung (Aktie der Zielgesellschaft) bestimmen. Der Anspruchsteller kann, ohne daß ihm Mitverschulden vorzuhalten ist, ein Vierteljahr zuwarten, bevor er sich an das WPU wendet. Umgekehrt sind Ansprüche auch erst nach Ablauf dieser Referenzzeit durchsetzbar, da vorher eine mögliche Schadensersatzforderung nicht bezifferbar ist.

Eine weitere Überlegung gilt dem Schicksal der Aktien, die dem Bieter vergeblich angedient wurden. Der Auffassung, das WPU habe gewissermaßen eine Put-Option und könne diese Aktien gegen Zahlung der vollen Gegenleistung erwerben, ist nicht zu folgen.<sup>37</sup> Gegen ein Wahlrecht des WPU spricht bereits das allgemeine schadensrechtliche Prinzip, daß der Gläubiger, nicht aber der Schuldner den Schadensersatzmodus bestimmt. Ferner könnte ein vorab festgelegtes Selbsteintrittsrecht des WPU gegen die §§ 13

<sup>35</sup> A.A. *Singhof/Weber* WM 2002, 1166.

<sup>36</sup> BVerfGE 100, 289, 302ff.; BGH DB 2001, 973; *MünchKommAktG/Bilda*, 2. Aufl. 2002, § 305 Rn. 66.

<sup>37</sup> *Thaeter/Barth* NZG 2001, 545, 548; *Süßmann* in Geibel/Süßmann (Fn. 9), § 13 Rn. 34; dagegen *Noack*, in Schwark, *KiaRK*, 3. Aufl. 2004, § 13 Rn. 19.

Abs. 3, 12 Abs. 6 WpÜG verstoßen, wonach eine Ermäßigung des Schadensersatzanspruchs unwirksam ist. Vor allem aber würde mit einer Übernahme durch das WPU die Kautelen des WpÜG unterlaufen. Ein Hauptzweck des Reglements eines Erwerbs- und Übernahmerechts ist die Information der umworbene Aktionäre, u. a. über die „Absichten des Bieters“ (§ 11 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 WpÜG); ferner erhalten sie eine Stellungnahme der Verwaltung ihrer Gesellschaft (§ 27). Der schadensrechtlich motivierte Eintritt des WPU würde eine vom gesetzlichen Verfahren abgekoppelte Übernahme ermöglichen. Kein Ausweg besteht darin, eine entsprechende Eintrittsbefugnis des WPU in der Angebotsunterlage zu dekretieren, denn dies bindet weder schadensersatzrechtlich noch kann damit das WpÜG-Prozedere umgangen werden.<sup>38</sup> Umgekehrt besteht aber auch im Grundsatz keine Pflicht des WPU die Aktien der Akzeptanten zu übernehmen, da es sonst unter Umständen selbst zu einem Pflichtangebot gezwungen würde.<sup>39</sup>

## VII. Verhältnis zur Haftung des Bieters

Eine Rückabwicklung des Kaufvertrages ist zunächst im Rahmen der zivilrechtlichen Rücktrittsregeln wegen Zahlungsverzuges (§§ 323, 346 BGB) möglich. Der Rücktritt ist indessen die wirtschaftlich wenig interessante Alternative, denn die Aktie ist in der Regel noch nicht übereignet worden und braucht daher auch nicht zurückgewährt werden. Wenn der Bieter die Gegenleistung nicht erbringt, d. h. den Kaufpreis nicht zahlt, führt dies gem. §§ 433, 453, 280 Abs. 1, Abs. 3, 281 Abs. 1 BGB zu seiner Haftung auf Schadensersatz statt der Leistung; eine Fristsetzung gem. § 281 Abs. 2 BGB dürfte regelmäßig entbehrlich sein. Der auf Geld gerichtete Schadensersatzanspruch ist nicht etwa wertlos, weil schließlich am Geldmangel die Transaktion bereits gescheitert ist. Es kann gut sein, daß der Bieter die volle Gegenleistung nicht erbringen kann, wohl aber die als Schadensersatz geschuldete Differenz zwischen dem objektiven Wert der Aktie und dem Barangebot. Für die Berechnung gilt insoweit das vorstehend Ausgeführte.

Die kaufrechtliche Haftung des Bieters und die spezialgesetzliche Haftung des WPU auf Schadensersatz ist eine gesamtschuldnerische.<sup>40</sup> Dies folgt aus den allgemeinen Grundsätzen über die Inanspruchnahme mehrerer:<sup>41</sup> Beide Ansprüche dienen demselben Gläubigerinteresse, weshalb der Aktionär die Leistung nur einmal, aber von jedem ganz, fordern kann.

<sup>38</sup> So aber *Berrar* ZBB 2002, 174, 183.

<sup>39</sup> A.A. im Hinblick auf die „exit option“ der Aktionäre *Berrar* ZBB 2002, 174, 183, der aber eine Abdingbarkeit in der Angebotsunterlage bejaht.

<sup>40</sup> Im Ergebnis auch *Berrar* ZBB 2002, 174, 184.

<sup>41</sup> *Staudinger/Noack* BGB, 13. Bearb. 1999, § 421 Rn. 8 ff., 27 ff.

Die den Bieter und die weiteren in § 12 Abs. 1 WpÜG einbezogenen Personen erfassende Haftung auf das negative Interesse trifft nicht das WPU. Zwar wird die Finanzierungsbestätigung der Angebotsunterlage beigelegt, aber der Kreis der für die Angaben in der Angebotsunterlage Haftenden ist in § 12 Abs. 1 WpÜG abschließend benannt.<sup>42</sup>

### VIII. Fazit

Der Gesetzgeber des WpÜG hat mit der haftungsanktionierten Finanzierungsbestätigung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens eine im BGB-Kaufrecht nicht vorgesehene Sicherung der Sekundäransprüche eines Käufers geschaffen. Bei Scheitern des öffentlichen Erwerbsangebots wegen Geldmangel zum Fälligkeitszeitpunkt tritt ein europäisches Kreditinstitut als Schadensersatzschuldner auf das positive Interesse hinzu, sofern die prognostische Bestätigung sicherer Finanzierung fehlerhaft war oder sich im Laufe der Annahmefrist als fehlerhaft erweist. Der Schadensersatz besteht in der Differenz zwischen Angebotspreis und dem Wert der Aktie. Der Aktienwert ist nach dem durchschnittlichen Börsenkurs der dem Scheitern des Angebots folgenden drei Monate zu bestimmen. Das WPU kann der Haftung durch öffentliche Korrekturmitteilungen entgehen, soweit das Angebot bis dahin noch nicht angenommen wurde; auch nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage eintretende, für das WPU erkennbare Negativentwicklungen hinsichtlich der Finanzierbarkeit sind dem Kapitalmarkt zu kommunizieren.

<sup>42</sup> I.d.S. aber *Schwennicke* in Geibel/Süßmann (Fn. 9), § 12 Rn. 23.