

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 311

Die informationelle Gleichbehandlung konkurrierender Bieter im Übernahmerecht

Von

Hannah Beck



Duncker & Humblot · Berlin

HANNAH BECK

Die informationelle Gleichbehandlung
konkurrierender Bieter im Übernahmerecht

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 311

Die informationelle Gleichbehandlung konkurrierender Bieter im Übernahmerecht

Von

Hannah Beck



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität
hat diese Arbeit im Jahr 2022 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: Prime Rate Zrt., Budapest, Ungarn

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18861-1 (Print)
ISBN 978-3-428-58861-9 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einleitung 25

A. Problemstellung und Ziel der Arbeit	25
B. Gang der Untersuchung	26

Kapitel 2

Entstehungsgeschichte und Hintergrund der gesetzlichen Regulierung 28

A. Die historische Entwicklung des deutschen und europäischen Übernahmerechts	28
I. Historische Anfänge in Deutschland	29
1. Leitlinien für Übernahmeangebote	30
2. Der Übernahmekodex	31
3. Das Scheitern der Selbstregulierung	32
a) Fehlende Akzeptanz und geringe Befolungsquote	33
b) Unzureichende Sanktionierungsinstrumente und mangelnder Rechtsschutz	33
c) Beschränkter Anwendungsbereich	34
d) Zwischenergebnis	34
II. Der Erlass des Wertpapier- und Übernahmengesetzes	35
III. Die Entstehungsgeschichte der Übernahmerichtlinie	38
1. Erste Richtlinienvorschläge (1989 und 1990)	39
2. Richtlinienvorschläge der 1990er-Jahre (1996 und 1997)	40
3. Die Übernahmerichtlinie	42
4. Zwischenergebnis	45
IV. Schlussfolgerungen aus der historischen Entwicklung	47
B. Die Regelungsziele des Übernahmerechts vor dem Hintergrund der Zielvorgaben des Kapitalmarktrechts	48
I. Die dualistische Zielkonzeption des Kapitalmarktrechts	50
1. Anlegerschutz	51
2. Funktionsschutz	52
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit	52
b) Operationale Funktionsfähigkeit	53
c) Allokative Funktionsfähigkeit	54

II. Die gesetzgeberische Zielsetzung der übernahmerechtlichen Regelungen	54
III. Die systematische Einordnung des Übernahmerechts als Teil des Kapitalmarktrechts	55
IV. Zwischenergebnis	57

Kapitel 3

Die Due Diligence-Prüfung als Instrument der Informationsbeschaffung im Kontext öffentlicher Übernahmen 59

A. Begrifflichkeit und Funktion der <i>Due Diligence</i> -Prüfung	59
B. Zulässigkeit der Informationsweiterleitung im Rahmen der <i>Due Diligence</i>	63
I. Aktienrechtliche Vorgaben und Grenzen	63
1. Aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 S. 3 AktG)	63
a) Umfang der Verschwiegenheitspflicht des Vorstands (§ 93 Abs. 1 S. 3 AktG)	64
b) Grenzen der Verschwiegenheitspflicht	66
2. Vereinbarkeit der aktienrechtlichen Verschwiegenheitspflicht mit der <i>Due Diligence</i> -Prüfung	68
a) Die <i>Business Judgment Rule</i> als genereller Entscheidungsmaßstab	68
b) Entscheidungsprärogative des Vorstands hinsichtlich der Informationsgewährung	70
c) Stellungnahme	72
3. Zwischenergebnis	73
II. Kapitalmarktrechtliche Vorgaben und Grenzen	73
1. Vorliegen einer Insiderinformation nach Art. 7 MMVO	75
a) Präzision der Information – Art. 7 Abs. 2 MMVO	75
b) Fehlende öffentliche Bekanntheit der Information	78
c) Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial – Art. 7 Abs. 4 MMVO	79
d) Zwischenschritte zeitlich gestreckter Vorgänge	81
e) Zwischenergebnis	83
2. Anknüpfungspunkte für eine Insiderinformation im Zusammenhang mit einer <i>Due Diligence</i>	84
3. Insiderrechtliche Zulässigkeit der Informationsweitergabe	86
a) Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 14 lit. c) i. V. m. Art. 10 MMVO)	86
aa) Unrechtmäßige Offenlegung	87
bb) <i>Due Diligence</i> als Ausnahme vom Offenlegungsverbot	89

b) Verbot des Tätigens von Insidergeschäften (Art. 14 lit. a) i. V. m. Art. 8 MMVO)	90
aa) Legitime Handlungen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen (Art. 9 Abs. 4 MMVO)	92
bb) Umsetzung eigener Entschlüsse als legitime Handlung (Art. 9 Abs. 5 MMVO)	92
c) Zwischenergebnis	93
4. Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MMVO)	93
a) Grundsatz: Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MMVO	94
b) Ausnahme: Aufschiebung der Offenlegung nach Art. 17 Abs. 4 MMVO	94
aa) Beeinträchtigung laufender Verhandlungen	96
bb) Beeinträchtigung des Erwerbs einer wesentlichen Beteiligung	97
c) Verhältnis von Art. 17 Abs. 1 MMVO zu § 10 WpÜG	98
5. Zwischenergebnis	98
III. Kartellrechtliche Schranken	99
IV. Datenschutzrechtliche Schranken	100
V. Außenwirtschaftsrechtliche Schranken	101
VI. Praktische Lösungsmöglichkeiten für die Durchführung einer <i>Due Diligence</i> ...	103
VII. Zwischenergebnis	103
C. Verpflichtung des Vorstands zur Durchführung einer <i>Due Diligence</i> ?	104
I. Durchführung einer <i>Due Diligence</i> als Bestandteil der allgemeinen Pflicht des Vorstands zur ordnungsgemäßen Geschäftsführung	104
1. Gesetzlicher Sorgfaltsmaßstab	105
2. Konkretisierung des gesetzlichen Maßstabs durch die bisherige Rechtsprechung	105
3. Stellungnahme und Zwischenergebnis	106
II. Durchführung einer <i>Due Diligence</i> als Erfordernis für ein Handeln des Vorstands entsprechend der <i>Business Judgment Rule</i> des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG	107
1. Ermessensreduzierung auf Null	108
2. Einzelfallbetrachtung	108
3. Stellungnahme	109
III. Zwischenfazit	111
IV. Schlussfolgerungen für die weitere Untersuchung	112

Kapitel 4

Rechtsvergleichende Untersuchung der informationellen Bietergleichbehandlung 114

A. Vereinigtes Königreich	117
I. Gesellschaftsrechtliche Grundlegung	117

II.	Regulierungsrahmen für öffentliche Übernahmeangebote	118
1.	Historische Anfänge des Übernahmerechts	119
2.	Der <i>Takeover Code</i>	121
3.	Zusammenfassende Würdigung	124
III.	Pflichten des <i>Board of Directors</i> in der Übernahmesituation	124
1.	<i>Directors' duties</i> im Allgemeinen	124
2.	Konkretisierung des Pflichtenmaßstabs in der Übernahmesituation	126
a)	Rule 21 TC – Neutralitätspflicht des Leitungsorgans	127
b)	Rule 21.3 TC – Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter	129
aa)	Anspruchsberechtigung	129
bb)	Tatbestandliche Voraussetzungen der informationellen Gleichbehandlungspflicht	130
(1)	Informationsweitergabe an einen Bieter	130
(2)	Publizitätserfordernis	131
(3)	Spezifisches Informationsbegehren des konkurrierenden Bieters	131
cc)	Rechtsfolgen	131
dd)	Ausnahmen von der Gleichbehandlungspflicht	133
3.	Zwischenergebnis	133
IV.	Rechtsschutzsystem	134
1.	Das <i>Takeover Panel</i>	135
2.	<i>Takeover Appeal Board</i>	136
3.	Gerichtliche Überprüfung von Entscheidungen des <i>Takeover Panels</i>	136
V.	Zusammenfassung und Würdigung	137
B. USA		138
I.	Gesellschaftsrechtliche Grundlegung	138
II.	Regulierungsrahmen für öffentliche Übernahmen	140
1.	Bundesstaatliches Recht	140
a)	Gesetzgebungskompetenz des Bundes	140
b)	Wertpapierrecht	142
2.	Einzelstaatliche Regelungen	144
a)	<i>Securities law</i>	145
b)	Gesellschaftsrecht	145
c)	<i>Anti-takeover</i> -Gesetzgebung	147
aa)	US Supreme Court-Entscheidung <i>Edgar v. MITE Corp.</i>	148
bb)	US Supreme Court-Entscheidung <i>CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America</i>	149
cc)	Bedeutung der <i>anti-takeover-statutes</i> für die weitere Untersuchung ...	150
3.	Rechtsprechung	150

III. Pflichten des <i>Board of Directors</i> in der Übernahme-situation	151
1. Gesetzliche Verhaltenspflichten	151
a) § 14(e) SEA – <i>anti-fraud provisions</i>	151
b) Pflichten nach Bekanntgabe des Übernahmeangebots	152
c) Verhaltenspflichten aus ausgewählten <i>anti-takeover-statutes</i> der Gliedstaaten	153
aa) <i>Constituency Statutes</i>	153
bb) <i>Delaware Business Combination Statute</i>	155
d) Zusammenfassung und Schlussfolgerung	156
2. Konkretisierung der <i>fiduciary duties</i> durch die Rechtsprechung	156
a) <i>Fiduciary duties</i> des <i>board of directors</i>	157
b) <i>Modified Business Judgment Rule</i>	159
c) <i>Level Playing Field Rule</i>	161
aa) Die <i>Revlon</i> -Entscheidung als Ausgangspunkt	161
bb) Weitergehende Präzisierung der <i>Revlon-duty</i> durch nachfolgende Entscheidungen	162
cc) Zusammenfassung und Schlussfolgerung	164
d) Herleitung einer informationellen Bietergleichbehandlungspflicht aus den Rechtsprechungs-Grundsätzen	164
IV. Rechtsschutzsystem	166
V. Zusammenfassung und Würdigung	169
C. Schweiz	170
I. Gesellschaftsrechtliche Grundlegung	170
II. Regulierungsrahmen für öffentliche Übernahmeangebote	172
1. Der Schweizer Übernahmekodex als Instrument der Selbstregulierung	173
2. Das Schweizer Börsengesetz	174
3. Das Finanzmarktinfrastrukturgesetz	176
4. Das Zusammenspiel von Rahmengesetz und Selbstregulierung	176
III. Pflichten der Verwaltungsratsmitglieder in der Übernahme-situation	178
1. Allgemeine Verhaltenspflichten im Übernahmefall	178
a) Art. 132 Abs. 1 FinfraG – Bericht des Verwaltungsrats	178
b) Art. 132 Abs. 2 FinfraG – Verbot bestimmter Abwehrmaßnahmen	179
2. Weitergehende Verhaltenspflichten bei konkurrierenden Angeboten	180
3. Art. 49 UEV – Pflicht zur Gleichbehandlung aller Anbieter	181
a) Umfang der Gleichbehandlungspflicht	181
b) Informationelle Gleichbehandlungspflicht	182
c) Keine absolute Gleichbehandlungspflicht	185
4. Zusammenfassung und Würdigung	186
IV. Rechtsschutzsystem	187
V. Zusammenfassung und Würdigung	189

D. Sonstige kontinentaleuropäische Rechtsordnungen	191
I. Österreich	191
1. Gesellschaftsrechtliche Grundlegung und Regulierungsrahmen für öffentliche Übernahmeangebote	192
2. Pflichten des Vorstands in der Übernahmesituation	193
a) Allgemeiner Verhaltensmaßstab des Vorstands in der Übernahmesituation	193
b) Art. 12 öÜbG – Objektivitätsgebot und Verhinderungsverbot	193
c) Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung?	195
3. Rechtsschutzsystem	197
4. Zusammenfassung und Würdigung	199
II. Frankreich	200
1. Gesellschaftsrechtliche Grundlegung und Regulierungsrahmen für öffentliche Übernahmeangebote	200
2. Pflichten des Vorstands in der Übernahmesituation	202
3. Zusammenfassung und Würdigung	205
E. Zusammenfassende Würdigung und Schlussfolgerungen für das nationale Recht	206
I. Regulierungsrahmen	206
II. Entscheidungskompetenz für (De-)Investitionsentscheidung	209
III. Rechtsschutzsysteme	210
IV. Schlussfolgerungen für das nationale Recht	212

Kapitel 5

Die informationelle Gleichbehandlung konkurrierender Bieter im nationalen Recht 213

A. Die Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter <i>de lege lata</i>	213
I. Rechtliche Rahmenbedingungen für eine informationelle Gleichbehandlungspflicht im Übernahmerecht	214
1. Keine Verankerung der informationellen Bietergleichbehandlung im europäischen Recht	214
2. Gleichbehandlungspflichten im nationalen Recht	216
a) Auswirkungen des verfassungsrechtlichen Gleichbehandlungsgebots auf Privatrechtssubjekte im Gesellschaftsrecht	216
b) Privatrechtliche Gleichbehandlungspflichten im Kapitalmarktrecht	217
c) Kein übergeordneter kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz	217
3. Zwischenergebnis	218
II. Dogmatische Anknüpfungspunkte aus dem Aktienrecht	219
1. Gleichbehandlung der Aktionäre (§ 53a AktG)	219
2. Erweitertes Auskunftsrecht des Aktionärs (§ 131 Abs. 4 S. 1 AktG)	221
3. Zwischenergebnis	222

III. Dogmatische Anknüpfungspunkte aus dem WpÜG	223
1. Grundlegung	223
a) Entstehungsgeschichte des WpÜG	223
aa) Übernahmekodex	223
bb) Ausländische Vorbilder	224
b) Schlussfolgerungen	225
2. Übernahmerechtliches Verhinderungsverbot (§ 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	226
a) Wortlautauslegung	227
b) Teleologische Erwägungen	228
c) Systematische Erwägungen	229
aa) Zeitlicher Anwendungsbereich	229
bb) Ausnahmetrias des § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG	230
d) Zwischenergebnis	231
3. Gleichbehandlung der Wertpapierinhaber (§ 3 Abs. 1 WpÜG)	231
a) Normadressat	232
b) Personeller Schutzbereich	233
c) Rechtsvergleichende Erwägungen	233
4. Rückgriff auf eine erweiterte Auslegung des § 22 WpÜG	236
a) Analoge Anwendung	237
b) Teleologische Erwägungen	237
c) Systematische Erwägungen	238
d) Rechtsvergleichende Erwägungen	239
5. Aktienrechtliche Neutralitätspflicht	239
a) Sperrwirkung des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG	240
b) Verbleibender Anwendungsbereich im Übernahmeverfahren	241
6. Abschließende Bewertung	242
a) Fehlende Regelungstiefe	242
b) Ungeeignetes Rechtsschutzsystem	243
aa) Ausgangspunkt: Überwachungsfunktion der BaFin	243
bb) Fehlende subjekt-öffentliche Rechtsschutzposition des Bieters	245
cc) Zwischenergebnis	246
IV. Gebot der Gleichbehandlung als Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses, vgl. § 3 Abs. 3 WpÜG, §§ 76, 93 AktG	246
V. Ergebnis und Schlussfolgerung	249
B. Die Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter <i>de lege ferenda</i>	250
I. Tatbestand	251
II. Rechtsfolgen	252
III. Ausnahmetatbestände	252

Kapitel 6

Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse	253
Literaturverzeichnis	258
Stichwortverzeichnis	291

Abkürzungsverzeichnis

A.2d	Atlantic Reporter Second Series
a. A.	anderer Ansicht
ABA	American Bar Association
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Ala. L. Rev	Alabama Law Review (Zeitschrift)
ALI	American Law Institute
a. M.	am Main
AMF	Autorité des Marchés Financiers (französischen Finanzmarktaufsicht)
Am. J. Comp. L.	The American Journal of Comparative Law (Zeitschrift)
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
Ariz. St. L. J.	Arizona State Law Journal (Zeitschrift)
Art.	Artikel
Art. L.	Artikel Loi (Gesetz)
AS	Amtliche Sammlung
Aufl.	Auflage
AWG	Außenwirtschaftsgesetz
AWV	Außenwirtschaftsverordnung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankG	(schweizerisches) Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen
B.A.T.	British American Tobacco
BB	Betriebsberater (Zeitschrift)
BBl.	Schweizerisches Bundesblatt
BCA	Business Combination Agreement
B.C. L. Rev.	Boston College Law Review (Zeitschrift)
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
Begr. RegE	Begründung Regierungsentwurf
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Beschl.	Beschluss
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt

BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts
BGer	Schweizerisches Bundesgericht
BGG	Schweizerisches Bundesgerichtsgesetz
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BörsG	Börsengesetz
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review (Zeitschrift)
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
Buchst.	Buchstabe
Bus. Law.	Business Lawyer (Zeitschrift)
BVGer	Schweizerisches Bundesverwaltungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CA	Companies Act (2006)
Cambridge L.J.	Cambridge Law Journal (Zeitschrift)
CCom	Code de commerce
CESR	The Committee of European Securities Regulators
Ch.	Law Reports, Chancery Division
Chap.	chapter (Kapitel)
Cir.	circuit
cl.	clause
Co.	compagnie
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review (Zeitschrift)
Const.	constitution
Contemp. Acc. Res.	Contemporary Accounting Research (Journal)
Corp.	corporation
Cro. Jac.	Croke's reiiorts of cases in the time of James I.
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
D. Del.	U.S. District Court for the District of Delaware
Del.	Delaware Reports
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
Del. Supr.	Delaware Supreme Court
DGCL	Delaware General Corporation Law
d. h.	das heißt
DJT	Deutscher Juristentag
DSGVO	Datenschutzgrundverordnung
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L.J.	Duke Law Journal (Zeitschrift)
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EBOR L. Rev.	European Business Organization Law Review (Zeitschrift)
ECFR	European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)
ecolex	Fachzeitschrift zum österreichischen und europäischen Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft

EG-Komm. Dok.	Dokument der Kommission der Europäischen Gemeinschaften
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
E.R.	English Reports
ErgL	Ergänzungslieferung
Erw.	Erwägung
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Eur. Financial Manag.	European Financial Management (Journal)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende(r) (Singular)
F.2d	Federal Reporter Second Series
FAQ	Frequently Asked Questions
FBCA	Florida Business Corporation Act
FDP	Freie Demokratische Partei
Fed.Sec.L.Rep.	Federal Securities Law Reporter
ff.	folgende (Plural)
FIDLEG	Schweizerisches Finanzdienstleistungsgesetz
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz
FinfraV	Finanzmarktinfrastrukturverordnung
FINIG	Finanzinstitutsgesetz
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz
FKVO	Fusionskontrollverordnung
Fn.	Fußnote
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review (Zeitschrift)
FS	Festschrift
F.Supp.	Federal Supplement
G	Gesetz
gem.	gemäß
GenG	Gesetz betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal (Zeitschrift)
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review (Zeitschrift)
GeschGehG	Gesetz zum Schutz von Geschäftsgeheimnissen
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	Die GmbH Rundschau – Zeitschrift für das Gesellschafts-, Unternehmens- und Steuerrecht
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Harv. J. on Legis	Harvard Journal on Legislation
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review (Zeitschrift)
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review (Zeitschrift)

Hrsg./hrsg.	Herausgeber/herausgegeben
Hs.	Halbsatz
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
i. E.	im Ergebnis
i. H. v.	in Höhe von
IKB	IKB Deutsche Kreditbank AG
Inc.	incorporation
Ind. Code	Indiana Code
Int. Comp. Corp. L. J.	International and Comparative Corporate Law Journal
i. S.	in Sachen
i. S. d.	im Sinne des/im Sinne der
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research (Zeitschrift)
J. Comp. Leg. & Int. L.	Journal of Comparative Legislation and International Law (Zeitschrift)
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance (Zeitschrift)
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law (Zeitschrift)
J. Finance	Journal of Finance (Zeitschrift)
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KOM	Europäische Kommission
KoR	Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
Louisiana Supr.	Louisiana Supreme Court
L. Rev.	Law Review
Ls.	Leitsätze
LS Übernahmeangebote	Leitsätze Übernahmeangebote
Ltd.	Limited
M&A	Mergers & Acquisitions
Mal. L.R.	Malaya Law Review
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
MBCA	Model Business Corporation Act
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
Mod. L. Rev.	Modern Law Review
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NASD®	National Association of Securities for Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations (größte elektronische Börse in den USA)
NDA	Non-Disclosure Agreement
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
No.	Number
Notre Dame L. Rev.	Notre Dame Law Review (Zeitschrift)

Nr.	Nummer
n. s.	new series
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review (Zeitschrift)
NY. Bus. Corp. L.	New York Business Corporation
NYSE	New York Stock Exchange
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review (Zeitschrift)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
öAktG	Österreichisches Aktiengesetz
öBGBI.	Österreichisches Bundesgesetzblatt
OGH	Österreichischer Oberster Gerichtshof
Ohio Rev. Code	Law Ohio Revised Code
Ohio St. L. J.	Ohio State Law Journal (Zeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
OR	schweizerische Obligationenrecht
öRdW	österreichisches Recht der Wirtschaft (Zeitschrift)
öÜbG	österreichisches Übernahmegesetz
PCP	Public Consultation Paper
Pepp. L. Rev.	Pepperdine Law Review (Zeitschrift)
plc	Public limited company
Pub. L. No.	Public Law Number
Q.B.	Queen's Bench series of the Law Reports
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RdA	Recht der Arbeit (Zeitschrift)
RdW	Recht der Wirtschaft (Zeitschrift)
RegE	Regierungsentwurf
rev.	Review
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
RL-E	Richtlinienentwurf
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
Rn.	Randnummer
S.	Satz; Seite
SA	Securities Act; société anonyme (französische Gesellschaftsform)
SAS	société par actions simplifiée (französische Gesellschaftsform)
schw. ÜK	Schweizer Übernahmekodex
S.Ct.	Supreme Court of the United States
SE	Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft)
SEA	Securities Exchange Act
sec.	Section
SEC	United States Securities and Exchange Commission
S. I.	Statutory Instruments
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group
SMU L. Rev.	SMU Law Review (Zeitschrift)
sog.	sogenannt/sogenannte/sogenannter
Sonderbeil.	Sonderbeilage
SOX	Sarbanes-Oxley Act
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
Stat.	statute

StGB	Strafgesetzbuch
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
subsec.	subsection
SZW/RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
Takeover Code	City Code on Takeovers and Mergers
TC	Takeover Code (s. o.)
Tex. Int'l L.J.	Texas International Law Journal (Zeitschrift)
Tex. L. Rev.	Texas Law Review (Zeitschrift)
u. a.	und andere; unter anderem
UAbs.	Unterabsatz; Unterabschnitt
ÜbK	(österreichische) Übernahmekommission
ÜbRÄG	(österreichisches) Übernahmerechts-Änderungsgesetz
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review (Zeitschrift)
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review (Zeitschrift)
UEK	Schweizerische Übernahmekommission
UEV	(schweizerische) Übernahmeverordnung
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
UK	United Kingdom
ÜK	Übernahmekodex
UK CGC	UK Corporate Governance Code
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business (Zeitschrift)
Urt.	Urteil
US	United States
U.S.	United States Reports
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
U.S.C.	Code of Laws of the United States of America
USD	United States Dollar
v.	vom/von; versus
VAJu	(österreichisches) Verwaltungsgerichtsbarkeits-Anpassungsgesetz – Justiz
Va. L. Rev.	Virginia Law Review (Zeitschrift)
Val. U. L. Rev.	Valparaiso University Law Review (Zeitschrift)
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review (Zeitschrift)
vgl.	vergleiche
VGR	Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht e.V.
VO	Verordnung
Vol.	Volume
VSB	Vereinigung der Schweizer Börsen
VwVG	Verwaltungsverfahrensgesetz
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review (Zeitschrift)
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review (Zeitschrift)
Wash. U. J.L. & Pol'y	Washington University Journal of Law & Policy (Zeitschrift)
WiB	Wirtschaftsrechtliche Beratung (Zeitschrift)
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review (Zeitschrift)
WL	Westlaw

WM	Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift)
Wm. Mitchell L. Rev.	William Mitchell Law Review (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	WpÜG-Angebotsverordnung
Yale L.J.	Yale Law Journal (Zeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfRV	Zeitschrift für Rechtsvergleichung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSR	Zeitschrift für schweizerisches Recht
ZStV	Zeitschrift für Stiftungs- und Vereinswesen
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Kapitel 1

Einleitung

A. Problemstellung und Ziel der Arbeit

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) feierte im Jahr 2022 sein 20-jähriges Bestehen. Dieser runde Geburtstag gibt Anlass, die Frage nach der Existenz einer informationellen Bietergleichbehandlungspflicht im Übernahmerecht erneut aufzuwerfen, die zu den „umstrittensten Rechtsfragen im WpÜG“ zählt.¹

Es ist heutzutage auch in Deutschland gängige Praxis, dass – zumindest bei sogenannten „freundlichen“ öffentlichen Unternehmensübernahmen – im Vorfeld der Transaktion eine sogenannte *Due Diligence*-Prüfung durchgeführt wird.² Für einen potenziellen Bieter stellt die *Due Diligence*-Prüfung das bedeutsamste Instrument zur Informationsbeschaffung dar. Es ermöglicht dem Übernahmeinteressenten Einblick in vertrauliche Unterlagen der Zielgesellschaft zu bekommen, anhand derer er eine verlässliche Risikobewertung vornehmen kann. Diese hat mitunter Einfluss auf seine Entscheidung, ob er ein Übernahmeangebot abgibt sowie auf die Konditionen. Im Umkehrschluss ergibt sich daraus, dass die *Due Diligence*-Prüfung – gerade bei einem Bieterwettstreit – zum Spielball des Vorstands der Zielgesellschaft werden kann. Seine Entscheidung, nur einem von zwei Bieter(-interessenten) eine *Due Diligence*-Prüfung zu gewähren, kann somit großen Einfluss auf den Erfolg oder Misserfolg einer etwaigen Übernahme haben. Angesichts dieser enormen Bedeutung widmet sich die vorliegende Arbeit mit einem rechtsvergleichenden Ansatz der Frage, ob der Vorstand der Zielgesellschaft zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter verpflichtet ist, wenngleich eine entsprechende Gleichbehandlungspflicht gesetzlich nicht kodifiziert ist. Die Arbeit konzentriert sich dabei auf die *Due Diligence*-Prüfung als Instrument der Informationsbeschaffung.

¹ So etwa *Martin*, Der konkurrierende Bieter, 2015, S. 78.

² *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 796; *Schiessl*, FS Hopt, 2010, S. 2455, 2457.

B. Gang der Untersuchung

Die einzelnen Normen und Grundprinzipien des Übernahmerechts können nur vor dem Hintergrund ihrer Entstehungsgeschichte und der mit ihnen verfolgten Regelungsziele historisch und teleologisch ausgelegt werden. Daher werden der Untersuchung grundlegende Ausführungen zur Entstehungsgeschichte und dem Hintergrund der gesetzlichen Regulierung vorangestellt (Kapitel 2), um sie für eine spätere Auslegung fruchtbar zu machen.

Im Anschluss (Kapitel 3) wird die *Due Diligence*-Prüfung als wesentliches Instrument der Informationsweitergabe im Kontext öffentlicher Übernahmen näher beleuchtet. Dabei werden zunächst ihre Funktionen im Vorfeld eines Übernahmeangebots in den Blick genommen. Dabei wird schnell deutlich, dass ihr eine zentrale „*Gatekeeper*“-Funktion³ im Übernahmeverfahren zukommt. In diesem Kontext werden anschließend die rechtlichen Voraussetzungen für eine Informationsweitergabe im Wege der *Due Diligence*-Prüfung erörtert, wobei der Schwerpunkt auf etwaigen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Beschränkungen liegt. Abschließend wird die Frage aufgeworfen, inwiefern der Vorstand des Übernahmeinteressenten vor Abgabe eines Übernahmeangebots zur Durchführung einer *Due Diligence*-Prüfung verpflichtet ist. In diesem Zusammenhang zeigt sich, dass die Entscheidung des Vorstands der Zielgesellschaft über die Gestattung einer *Due Diligence*-Prüfung einen großen Einfluss auf den Erfolg beziehungsweise Misserfolg der geplanten Transaktion hat.

Das WpÜG kennt kein ausdrücklich normiertes (informationelles) Gebot zur Gleichbehandlung konkurrierender Bieter. Das Schweigen des Gesetzgebers veranlasste das Schrifttum, sich der Frage anzunehmen. Daher haben sich im Schrifttum unterschiedlichste Begründungsansätze herauskristallisiert, um eine solche Pflicht dogmatisch zu verankern. Zu untersuchen ist daher, ob dem WpÜG sowie den prägenden ausländischen Rechtsordnungen Anhaltspunkte hierfür entnommen werden können. Vor diesem Hintergrund werden zunächst ausgewählte ausländische Rechtsordnungen in den Blick genommen (Kapitel 4). In diesem Zuge werden die verschiedenen ausländischen Regelungskonzepte erörtert und die jeweiligen Pflichten des Vorstands in der Übernahmesituation herausgearbeitet. Von besonderem Interesse ist, ob die untersuchten Rechtsordnungen eine Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung konkurrierender Bieter kennen und wie diese Pflicht ausgestaltet ist. Abschließend werden die Rechtsschutzsysteme im Überblick skizziert.

Darauf aufbauend wendet sich die Untersuchung wieder dem nationalen Recht zu (Kapitel 5). In einem ersten Schritt werden verschiedene dogmatische Anknüpfungspunkte für eine informationelle Gleichbehandlungspflicht konkurrierender

³ Die Begrifflichkeit findet sich exemplarisch in *Emmenegger*, Bahnbrechende Entscheidungen – Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts-Geschichten, S. 67, 70.

Bieter im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht *de lege lata* untersucht. Unter Einbindung der Erkenntnisse der rechtsvergleichenden Untersuchung werden abschließend einige Eckpunkte für die Pflicht zur Gleichbehandlung konkurrierender Bieter *de lege ferenda* aufgestellt.

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse (Kapitel 6).