

der Ruhezeiten formal unterschiedlich.³²¹ Die Ungleichbehandlung ist sachlich nicht gerechtfertigt. Die Regelung lässt sich zwar auf einen legitimen Grund stützen. Die anderen Hausbewohner haben ein schützenswertes Interesse daran, dass es verbindliche Ruhezeiten gibt, in denen Geräusche, die von einer Wohnung nach außen dringen können, unterbleiben. Die Differenzierung nach Geräuschquellen in S. 1 und S. 2 der Regelung ist allerdings schon nicht geeignet, dieses Ziel zu erreichen: „Vom Schutzzweck der Anordnung einer Ruhezeit her macht es keinen Unterschied, ob die Mitbewohner in der Ruhezeit durch die Ausübung oder das Anhören von vokaler oder instrumentaler Musik bzw. durch lautstarke Wortsendungen gestört werden.“³²² Der Beschluss ist daher teilweise unwirksam. Das führt zur Unwirksamkeit der gesamten Regelung, § 139 BGB analog.³²³

III. Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht

1. Gleichbehandlung als Instrument des Anleger- und Institutionenschutzes

Obwohl man eine allseits anerkannte Antwort auf die Frage: Was ist Kapitalmarktrecht?¹ nicht gefunden zu haben scheint,² ist man sich über die Aufgaben und Ziele des Kapitalmarktrechts im Wesentlichen einig. Es dient dem Funktionsschutz der Kapitalmärkte und dem Anlegerschutz.³ Deshalb wird „Kapitalmarktrecht“ hier als investorenbezogenes und anlegerschützendes Transaktionsrecht⁴ der Primär- und Sekundärmärkte des Kapitalmarkts verstanden. Anlegerschutz ist eine Querschnittsmaterie:⁵ Der Anleger handelt im Regelungs-dreieck von Vertrag, Verband und Markt.⁶ Man kann den Kapitalmarkt als System auffassen, in dem die Verbände als Kapitalnachfrager, die Anleger als Kapitalanbieter und Finanzinstitute als Marktintermediäre agieren. Die Verbände bilden gleichzeitig Subsysteme, in die die Anleger ein- und austreten können. Der Anleger ist daher sowohl Akteur in der Ordnung des Markts als auch – jedenfalls potentieller Akteur im Subsystem „Verband“. Der Wechsel vom Markt in das Subsystem Verband oder der Wechsel zwischen einzelnen Verbandssystemen erfolgt jeweils über den Markt. Dabei sind Schnittstellen zu passieren, an denen

321 So BGHZ 139, 288, 296.

322 BGHZ 139, 288, 296.

323 Zur Begründung BGHZ 139, 288, 297 f.

1 Dazu instruktiv *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 458 f.

2 Dazu näher *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2009, Rn. 4 ff.

3 Grundlegend *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389, 431; näher *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2009, Rn. 7 ff; zur Entwicklung des Kapitalmarktrechts siehe *Hopt*, WM 2009, 1873 ff mwN.

4 Vgl. *Fleischer*, Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentags, Berlin 2002, Bd. I, 2002, F 14.

5 Dazu *Fleischer*, Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentags, Berlin 2002, Bd. I, 2002, F 20 f.

6 Grundlegend dazu und zum Folgenden *Kalss*, Anlegerinteressen, 2001, 1 ff.

für den Anleger besondere Gefahrenlagen kumulieren. Damit sind vor allem die beiden kapitalmarktrechtlichen „Urkonflikte“ gemeint: das Informationsungleichgewicht zwischen den Emittenten, Finanzintermediären und Anlegern und die vorhandenen Interessenkonflikte der Marktteilnehmer in dieser vielgliedrigen Kette.⁷

Im Kapitalmarktrecht finden sich zahlreiche spezialgesetzliche Gleichbehandlungspflichten der Marktteilnehmer.⁸ Sie lassen sich grob in vier Gruppen einteilen:⁹ (1.) Gleichbehandlungspflichten von Wertpapieremittenten, (2.) auf Gleichbehandlung zielende Informationspflichten der Marktakteure, (3.) Gleichbehandlungspflichten der Finanzintermediäre und (4.) Gleichbehandlungspflichten gegenüber den Anteilseignern bei Unternehmensübernahmen. Diese unterschiedlichen Gleichbehandlungspflichten lassen sich auf einen gemeinsamen Nenner zurückführen: Sie sind Instrumente, um die Informationsasymmetrien und die vorhandenen Interessenkonflikte unter den verschiedenen Marktakteuren abzumildern.¹⁰ Die rechtzeitige Bekanntgabe zuverlässiger und umfassender Informationen über Wertpapieremittenten baut bestehende Informationsasymmetrien zwischen den Marktakteuren¹¹ ab, stärkt das Vertrauen der Anleger nachhaltig und dient damit dem Anlegerschutz sowie der Markteffizienz.¹² Informationelle Gleichbehandlungspflichten der Emittenten und Finanzintermediäre sind ein Mittel zur Verringerung bestehender Informationsungleichgewichte zu Lasten der Anleger. Die Gleichbehandlung von Anlegern bei Unternehmensübernahmen kann dazu beitragen, die Externalisierung von Übernahmekosten einer Transaktion zu Lasten einer Minderheit zu verhindern. Schließlich adressieren rechtlich sanktionierte Gleichbehandlungspflichten das empirisch nachweisbar vorhandene Vertrauen¹³ der Anleger auf faire Behandlung – und damit auf gleiche Partizipation an Chancen und Risiken.¹⁴ Das Vertrauen der Anleger ist ein zentraler ökonomischer Faktor funktionierender Kapitalmärkte.¹⁵ Damit sichert die Rechtsordnung primär die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts insgesamt

7 Fleischer, Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentags, Berlin 2002, Bd. I, 2002, F 22 ff.

8 Dazu im Überblick Bachmann, ZHR (170) 2006, 144, 146 ff; Mehringer, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 66 ff und jüngst Kainer, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III.

9 Etwas anders die Einordnung bei Kainer, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III.

10 Einzelheiten bei Mehringer, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 47 ff.

11 Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, 192 f; grundlegend zur Ökonomik des Vertrauens in principal-agent-Beziehungen mit Informationsasymmetrien auch Rippenberger, Ökonomik des Vertrauens, 63 ff.

12 Vgl. Erwägungsgrund (1) RL 2004/109/EG.

13 Dazu näher Jolls/Sunstein/Thaler, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1489-97 (1998); Ockenfels, Fairneß, Reziprozität und Eigennutz, 1999, 5 ff.

14 Vgl. Begründung zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 33: „Das Vertrauen der Anleger beruht insbesondere auf der Zusicherung, daß sie gleichbehandelt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Information geschützt werden.“ Näher Bachmann, ZHR (170) 2006, 144, 169 f.

15 Grundlegend Rippenberger, Ökonomik des Vertrauens, 63 ff.

und dadurch auch den Schutz des einzelnen Anlegers.¹⁶ Diese Aufgabe teilen sich die kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungspflichten mit den allgemein vertragsrechtlichen,¹⁷ verbandsrechtlichen¹⁸ und wettbewerbsrechtlichen¹⁹ Gleichbehandlungsgrundsätzen. Überschneidungen sind möglich. Ein Beispiel dafür ist die Emission neuer Aktien. Die Aktiengesellschaft ist in diesem Fall verbandsrechtlich nach §§ 53a, 186 Abs. 1 AktG und als Emittent kapitalmarktrechtlich nach § 30a Abs. 1 WpHG zur Gleichbehandlung der Aktionäre verpflichtet.²⁰ Ein wesentlicher Unterschied zwischen verbandsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungspflichten ist der jeweilige Geltungsgrund. Während im Gesellschaftsrecht *der* allgemeine Gleichbehandlungsgrundsatz anerkannt ist und in § 53a AktG nur eine spezialgesetzliche Ausprägung erfahren hat,²¹ verhält es sich im Kapitalmarktrecht entgegengesetzt: Es gibt zahlreiche einzelgesetzliche Verankerungen. Kontrovers wird dagegen diskutiert, ob diese Ausdruck eines allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes sind.²²

2. Gleichbehandlungspflichten von Wertpapieremittenten

a) Geltungsgrund

Das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot im Unionsrecht geht zurück auf die Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen²³ der Kommission aus dem Jahr 1977,²⁴ die allerdings keine bindende Rechtsquelle sind.²⁵ Als solche wurden Gleichbehandlungspflichten im Kapitalmarktrecht erstmals in der

16 Eingehend *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 2.

17 Dazu näher unten § 5 IV 2; zur Abgrenzung näher *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 138 und *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 162 f.

18 Siehe oben § 5 II.

19 Dazu näher unten § 5 IV. Zur Abgrenzung von § 20 GWB wegen der beim privaten Anleger fehlenden Unternehmenseigenschaft siehe *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 138.

20 *Mülbert* in: Assmann/Schneider, WpHG, § 30a Rn. 7.

21 Dazu oben § 5 II 3 b).

22 Dazu gleich unten § 5 III 6.

23 Empfehlung 77/534/EWG der Kommission v. 25.7.1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, ABl. L 212 v. 20.8.1977, S. 37.

24 Dazu *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, 1991, 6 ff.

25 EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 45; *Häbersack/Troger*, NZG 2010, I, 5.

Richtlinie 79/279/EWG (Börsenzulassungsrichtlinie)²⁶ verankert und finden sich mittlerweile²⁷ in Art. 17 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie:²⁸

„Ein Emittent von Aktien, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, muss allen Aktionären, die sich in der gleichen Lage befinden, die gleiche Behandlung sicherstellen.“

Deutschland hat diese Gleichbehandlungspflichten seit 2007 in § 30a WpHG umgesetzt.²⁹ Danach müssen³⁰

„Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, [...] sicherstellen, dass alle Inhaber der zugelassenen Wertpapiere unter gleichen Voraussetzungen gleich behandelt werden“.

b) Dogmatische Verortung des Konflikts zwischen Autonomie und Gleichbehandlung

(1) Anwendungsbereich

Der sachliche Anwendungsbereich des Gleichbehandlungsgebots in Art. 17 der Transparenzrichtlinie ist auf „ganz bestimmte Sachlagen“ beschränkt:³¹ Die Aktionäre einer Gesellschaft sind nach Art. 1 der Richtlinie nur in *informationeller* Hinsicht gleich zu behandeln. Mit der Gleichbehandlungspflicht soll die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts gewährleistet werden, indem sämtliche Marktteilnehmer die Möglichkeit erlangen, sich rasch und gleichzeitig über preisrelevante Faktoren zu informieren.³² Die Richtlinie verfolgt insoweit also ein Konzept der informationellen Gleichbehandlung. Dieses basiert auf der Überlegung, dass Informationen über das Unternehmen die Grundlage der Handlungs-

26 Art. 4 Abs. 2 iVm Schema C Nr. 2 (A) der Richtlinie 79/279/EWG zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. L 66 v. 16.3.1979, S. 21.

27 Nach vorübergehender Aufnahme in Art. 65 Richtlinie 2001/34/EG über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichen Informationen, ABl. L 184 v. 6.7.2001, S. 1 (Börsenrechtsrichtlinie).

28 Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 390 v. 31.12.2004, S. 38; vgl. dazu EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 10-13.

29 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) v. 5.1.2007, BGBl. I S. 10.

30 Näher *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 344.

31 Vgl. EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 42; GA Trstenjak, Schlussanträge v. 30.6.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 84.

32 *Habersack/Troger*, NZG 2010, 1, 5.

möglichkeiten des Aktionärs-Anlegers bilden.³³ Der Anleger als Vertrauensgeber muss entscheiden, ob und inwieweit er Vertrauen in den Emittenten als Vertrauensnehmer setzen will. Diese Entscheidung wird er nur treffen, wenn er *ex ante* weiß, dass ihn der Vertrauensnehmer nicht informationell diskriminieren darf. Ohne die Zusicherung informationeller Gleichbehandlung ist es für ihn rational, einen informationsabhängigen Markt, auf dem selektiv informiert werden darf, zu meiden. Informationelle Gleichbehandlung sichert dagegen Fairness und Chancengleichheit aller Marktteilnehmer. Gleichbehandlung setzt sich im Interesse der Marktintegrität gegenüber einem extensiven Verständnis der Privatautonomie der Marktakteure durch.³⁴

Dagegen hat § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG einen umfassenden sachlichen Anwendungsbereich. Aus der Entstehungsgeschichte folgt, dass der Gesetzgeber die fast wortlautidentische Vorgängerregelung in § 39 Abs. 1 Nr. 1 BörsG³⁵ inhaltsgleich übernehmen wollte.³⁶ Diese Norm wurde als eine allgemeine Gleichbehandlungspflicht verstanden, die inhaltlich und dogmatisch weitgehende Ähnlichkeiten und Überschneidungen mit § 53a AktG aufwies.³⁷ Für die Gleichbehandlung von Anlegern, die sich bereits im Subsystem des Verbandes befinden (aktuelle Aktionäre), ist § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG daher grundsätzlich deckungsgleich mit § 53a AktG.³⁸ Der sachliche Anwendungsbereich des § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist allerdings etwas weiter, weil aufgrund des Herkunftsstaatsprinzips auch ausländische Emittenten erfasst sind.³⁹ Die Gleichbehandlungspflicht erstreckt sich auch auf die Inhaber von Schuldverschreibungen und Investmentanteilen⁴⁰ sowie die Inhaber von Aktien vertretenden Zertifikaten (§ 30a Abs. 3 WpHG). Dagegen liegt die informationelle Gleichbehandlung von potentiellen Anlegern außerhalb des Anwendungsbereichs.

(2) Sachliche Rechtfertigung

Die Ungleichbehandlung der Wertpapierinhaber kann grundsätzlich sachlich gerechtfertigt werden.⁴¹ Bei informationeller Ungleichbehandlung sind die mit der selektiven Information zu erzielenden – und allen Aktionären zugute kommenden – Vorteile mit den dadurch verursachten Nachteilen für den Kapitalmarkt

33 Kalss, *Anlegerinteressen*, 2001, 251 ff.

34 Zum Ganzen vertiefend *Zetzsche*, *Aktionärsinformation*, 2006, 294 ff.

35 Zu den aufsichtsrechtlichen Gründen der Änderung siehe BT-Drs. 16/2498, S. 39 f.

36 Einzelheiten bei *Mülbert* in: Assmann/Schneider, WpHG, § 30a Rn. 4; *Zimmermann* in: Fuchs, WpHG, § 30a Rn. 5 f.; aA *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 527 f.

37 Vertiefend *Mehringner*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 88.

38 Anders *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 338 f und sich ihm anschließend *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 c) aa).

39 *Mülbert* in: Assmann/Schneider, WpHG, § 30a Rn. 7; *Zimmermann* in: Fuchs, WpHG, § 30a Rn. 8.

40 BT-Drs. 16/2498, S. 40.

41 *Mülbert* in: Assmann/Schneider, WpHG, § 30a Rn. 5; *Zimmermann* in: Fuchs, WpHG, § 30a Rn. 7.

(Preisverzerrung, Vertrauensverluste) abzuwägen.⁴² Bei der Abwägung ist also immer auch das Interesse an einem funktionierenden Kapitalmarkt zu berücksichtigen.⁴³ Erhebliche Probleme bereiten die Fälle, in denen die Organe der Aktiengesellschaft Großaktionäre bevorzugt informieren.⁴⁴ Beispielhaft sei das sog. *Pilotfishing* erwähnt:⁴⁵ Dabei werden einige wenige ausgewählte Investoren vor einem geplanten Börsengang oder bei Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen angesprochen, um Anhaltspunkte für die Investorenakzeptanz und Unternehmensbewertung zu gewinnen. Spricht der Emittent gezielt eigene Großaktionäre an, behandelt er die nicht angesprochenen Aktionäre ungleich. Er kann diese Ungleichbehandlung sachlich rechtfertigen, weil sie hilft, Fehleinschätzungen in der Bewertung frühzeitig zu erkennen und ohne Nachteile für das Unternehmen – und damit auch im Interesse der Minderheitsaktionäre – zu beseitigen. Das Interesse an der Gleichbehandlung wird hier mit einer nachträglich hergestellten Informationssymmetrie gewahrt, indem die selektiv zugänglich gemachten Informationen anschließend im Prospekt wiederholt werden müssen.

Das Geflecht isolierter Gleichbehandlungspflichten steigert aber nicht selten die Transaktionskosten für den Emittenten. Neben § 30a WpHG gibt es einen besonderen prospektrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz⁴⁶ in § 15 Abs. 5 WpPG. Besteht keine Prospektspflicht, muss der Anbieter wesentliche Informationen, die sich an qualifizierte Anleger oder besondere Anlegergruppen richten, *allen* qualifizierten Anlegern oder *allen* besonderen Anlegergruppen, an die sich das Angebot ausschließlich richtet, mitteilen. Diese Ungleichbehandlung ist grundsätzlich nicht rechtfertigungsfähig.⁴⁷ Umstritten ist, ob auch der Emittent selbst Anbieter ist.⁴⁸ Bejaht man das, ist damit die Praxis einer selektiven Informationsweitergabe bei Einzelgesprächen auch gegenüber Großaktionären unvereinbar.⁴⁹ Zukunftsbezogene Informationen können daher nur dann Gegenstand einer prospektfreien – und damit gleichbehandlungsfreien (!) – Kommunikation sein, wenn sie nicht wesentlich sind.⁵⁰

42 *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 339.

43 *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 339.

44 Dazu vertiefend *Kalss*, Anlegerinteressen, 2001, 314 ff; *Verse*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2006, 534 ff; *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 365 ff; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 520 ff.

45 Zum Folgenden vertiefend *Fleischer/Bedkowski*, DB 2009, 2195 ff.

46 *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 337 f; *Voß* in: *Just/Voß/Zeising/Ritz*, WpPG, § 15 Rn. 53.

47 *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 338.

48 Zweifelhaft ist, ob daneben auch der Emittent Normadressat ist, vgl. dazu *Gebhardt* in: *Schäfer/Hammann*, KapitalmarktG, § 15 WpPG Rn. 13; *Voß* in: *Just/Voß/Zeising/Ritz*, WpPG, § 15 Rn 56 f.

49 Vgl. zum Problem allgemein *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 514 f mwN.

50 *Wieneke*, NZG 2005, 109, 113.

(3) Rechtsfolgen

Der Konflikt zwischen Privatautonomie und Gleichbehandlung wird hier interessanterweise auf der Rechtsfolgenebene zu lösen versucht. Die Erfahrungen beim allgemeinen arbeitsrechtlichen und verbandsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz zeigen, dass seine jeweilige Effektivität ganz entscheidend von der aktuellen Durchsetzung der den Adressaten konkret treffenden Gleichbehandlungspflichten abhängt. Anders formuliert: Die Gleichbehandlungspflicht ist nur dann effizient, wenn ihr ein Gleichbehandlungsanspruch als subjektives Recht des einzelnen Akteurs gegenübersteht. Erst dieses subjektive Recht ermöglicht die Mobilisierung des einzelnen Anlegers, über die – mittelbar – die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts gesichert wird. Lehnt man jede privatrechtliche Sanktionierung der Ungleichbehandlung ab, sichert man dem Emittenten *de facto* einen Bereich privatautonomem Verhaltens, der frei von Rechtfertigungspflichten bleibt. Man könnte daher die Gleichbehandlungspflicht des § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG als eine ausschließlich öffentlich-rechtlich zu qualifizierende aufsichtsrechtliche Pflicht auffassen.⁵¹ Das überzeugt nicht. Die „Alternativität von privatrechtlichen und öffentlichen Streitigkeiten“ ist im Regulierungsprivatrecht⁵² längst einer Zweispurigkeit gewichen. Die von § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG adressierte Anlegerungleichbehandlung ist funktional gesehen eine Marktstörung. Das gilt insbesondere für den unionsrechtlich vorgegebenen Bereich der informationellen Gleichbehandlung. Im unionsrechtlichen Regulierungsprivatrecht wird gerade auch das Privatrecht zur Beseitigung solcher Marktstörungen instrumentalisiert.⁵³ Dahinter steht der Gedanke, dass privatrechtliche Sanktionierungen einen zentralen Anreizmechanismus zur Normbefolgung bieten, der vom Prinzip der eigenen Interessenwahrung eines Rechtsinhabers getragen wird.⁵⁴ Im nationalen Kontext spricht die weitgehend anerkannte Parallele zu § 53a AktG für eine auch privatrechtliche Natur. Bei sachlich nicht gerechtfertigter informationeller Ungleichbehandlung haben die ungleich behandelten Wertpapierinhaber einen Anspruch darauf, dass der Emittent den Verstoß beseitigt,⁵⁵ indem er ihnen unverzüglich dieselben Informationen zugänglich macht.⁵⁶ Informationen sind keine mengenmäßig beschränkten Güter. Der Verstoß gegen § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG hat daher anspruchserzeugende Wirkung. Ob die ungleich behandelten Wertpapierin-

51 Vgl. Mühlert in: Assmann/Schneider, WpHG, § 30a Rn. 32, der darin lediglich einen objektiv wirkenden Rechtsgrundsatz sieht.

52 Zum Begriff siehe Micklitz, GPR 2009, 254 ff.

53 Näher Micklitz, GPR 2009, 254, 261 f.

54 Dazu Kalls, Anlegerinteressen, 2001, 15 ff.

55 Vgl. dazu weiterführend Verse, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2006, 514 ff.; Zetzsche, Aktionärsinformation, 2006, 351 f.

56 Zimmermann in: Fuchs, WpHG, § 30a Rn. 26.

haber darüber hinaus auch Anspruch auf Schadensersatz aufgrund der erst verspätet erhaltenen Information haben, ist umstritten.⁵⁷

c) Exkurs: Gleichbehandlung bei Gesamtemissionen

Eine besonders strenge Gleichbehandlungspflicht für den Emittenten findet sich im Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (SchVG 2009).⁵⁸ Das SchVG 2009 ordnet eine „kollektive Bindung“ der Anleihegläubiger⁵⁹ an. Danach können Bestimmungen in Anleihebedingungen⁶⁰ der erfassten Schuldverschreibungen⁶¹ während der Laufzeit der Anleihe rechtsgeschäftlich nur durch gleich lautende Verträge mit sämtlichen Gläubigern oder nach Abschnitt 2 dieses Gesetzes geändert werden (§ 4 S. 1 SchVG 2009). Die kollektive Bindung bewirkt, dass zweiseitige Vereinbarungen zwischen dem Schuldner und einzelnen Schuldverschreibungsgläubigern während der Laufzeit der Anleihe ausgeschlossen sind.⁶² An die Stelle der vom Gesetz ausgeschlossenen privatautonomen Vereinbarung tritt der Grundsatz materialer Gleichbehandlung.⁶³ Daher ordnet § 4 S. 2 SchVG 2009 ausdrücklich an:

„Der Schuldner muss die Gläubiger insoweit gleich behandeln.“

Die „kollektive Bindung“ und der Gleichbehandlungsgrundsatz lassen sich mit der zwecktauglichen Ausgestaltung von Schuldverschreibungen als fungible Wertpapiere und ihrer Marktfähigkeit rechtfertigen:⁶⁴ Ohne Sicherheit über die inhaltliche Austauschbarkeit aller Wertpapiere derselben Emission wäre die Funktionsfähigkeit des auf schnelle und anonyme Abwicklung des Massengeschäfts ausgerichteten Kapitalmarkts gefährdet.⁶⁵ Jedenfalls senkt die gleiche Behandlung der Gläubiger deren Informationskosten erheblich. Zugleich schützt die Pflicht zur Gleichbehandlung ein dahingehendes Vertrauen der Anleger. Das wird besonders deutlich bei der Änderung von Anleihebedingungen. Die vom

57 Vgl. Zimmermann in: Fuchs, WpHG, § 30a Rn. 27 f; gegen eine Qualifikation als Schutzgesetz iSv § 823 Abs. 2 BGB Müllert in: Assmann/Schneider, WpHG, § 30a Rn. 32.

58 Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG) v. 31.7.2009, BGBl. I S. 2512 (dazu im Überblick Cranshaw, BKR 2008, 504, 505 ff; Leuering/Zetzsche, NJW 2009, 2856 f; vertiefend Horn, ZHR 173 (2009), 12 ff). Es löste das Gesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen (SchVG) v. 4.11.1899, RGBl. I, 691 ab (dazu Vogel, ZBB 1996, 321 ff; Cranshaw, BKR 2008, 504 f).

59 Zur dogmatischen Einordnung zwischen faktischer Rechtsgemeinschaft, Gesellschaftsrecht, Rechtsgemeinschaft und BGB-Gesellschaft siehe Horn, ZHR 173 (2009), 12, 46 ff.

60 Legaldefinition in § 2 Abs. 1 SchVG 2009.

61 Zum sachlichen Anwendungsbereich siehe § 1 SchVG 2009; dazu Horn, ZHR 173 (2009), 12, 17 f.

62 BT-Drs. 16/12814, S. 17.

63 Vgl. BT-Drs. 16/12814, S. 17.

64 Kritisch zu diesem Zusammenhang Cranshaw, BKR 2008, 504, 506, wonach eine kollektive Bindung und Gleichbehandlung nur bei Sanierungsvereinbarungen (Gesamtschuldregulierung) zwingend erforderlich sei.

65 BT-Drs. 16/12814, S. 17; Horn, ZHR 173 (2009), 12, 43 f.

Schuldner ausgegebenen Anleihen können in ihren Bedingungen vorsehen, dass die Gläubiger *derselben* Anleihe mit Mehrheitsbeschluss Änderungen der Anleihebedingungen zustimmen können (§ 5 Abs. 1 S. 1 SchVG 2009). Diese Mehrheitsbeschlüsse gelten nur für die Gläubiger derselben Anleihe (§ 5 Abs. 2 S. 1 SchVG 2009). Es gibt kein anleihenübergreifendes gemeinsames Mehrheitsprinzip.⁶⁶ Daraus folgt, dass nur die Gläubiger *derselben* Anleihe vergleichbar sind. Diese erwerben die Anleihe am Markt, weil sie darauf vertrauen, dass die Bedingungen *einer* Anleihe für alle Anleger dieselben sind. Daher sieht das Gesetz auch keine sachliche Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung vor. Die einzige Möglichkeit, eine substantiell ungleiche Gestaltung zu erreichen, besteht darin, dass die ungleich behandelten Gläubiger dieser Behandlung ausdrücklich zustimmen (§ 5 Abs. 2 S. 2 Hs. 2 SchVG 2009). Dieses Zustimmungserfordernis zeigt, dass es dem SchVG maßgeblich auf den Fortbestand des Vertrauens in die Gleichbehandlung ankommt. Die Rechtsfolgenanordnung bestätigt diese These: Allgemeine Beschlüsse der Gläubigerversammlung können nur angefochten werden (§ 21 SchVG 2009),⁶⁷ gleichheitswidrige Beschlüsse sind unwirksam (§ 5 Abs. 2 S. 2 Hs. 1 SchVG 2009) und damit nichtig.⁶⁸

3. Informationelle Gleichbehandlung am Beispiel des Insiderverbots

Ad-hoc-Publizitätspflichten (Art. 6 Abs. 1 Richtlinie 2003/6/EG⁶⁹ und § 15 WpHG),⁷⁰ die allgemeine Prospektpflicht bei der Emission von Wertpapieren⁷¹ (Richtlinie 2003/71/EG⁷² und § 3 WpPG)⁷³ und Insiderverbote sind Bausteine der informationellen Gleichbehandlung der Anleger.⁷⁴ Geltungsgrund der Insiderverbote ist mittlerweile⁷⁵ die Richtlinie 2003/6/EG, die in Deutschland mit den §§ 12 ff WpHG umgesetzt wurde.⁷⁶ Die Insiderverbote sind eine exemplarische

66 BT-Drs. 16/12814, S. 18.

67 Dazu *Maier-Reimer*, NJW 2010, 1317 ff.

68 BT-Drs. 16/12814, S. 18.

69 Richtlinie 2003/6/EG v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 (Marktmissbrauchsrichtlinie).

70 *Ekkenga*, ZGR 1999, 165, 178; näher *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 110 f; *Assmann* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 15 Rn. 110; zurückhaltender *Leuering*, NZG 2005, 12 ff; *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 101 f; vertiefend und kritisch jetzt *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 339 ff, der von „totem Recht“ spricht.

71 Zur Abgrenzung der Prospektpflicht nach dem VerkProspG siehe *Spindler* in: *Holzborn*, WpPG, Einl. Rn. 34.

72 Richtlinie 2003/71/EG v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 345 v. 31.12.2003, S. 64 (Prospektrichtlinie).

73 *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 147; *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 116 ff.

74 Weiterführend jetzt *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 c) bb).

75 Zuvor war es die Richtlinie 89/592/EWG v. 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. L 334 v. 18.11.1989, S. 30 (Insiderrichtlinie).

76 Zur Entwicklung des deutschen Insiderrechts statt vieler siehe *Assmann* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, Vor § 12 Rn. 1-14; *Memücke* in: *Fuchs*, WpHG, Vor § 12 Rn. 140.

Regelung informationeller Gleichbehandlung, bei denen der marktfunktionale Bezug von Gleichbehandlung und Vertrauen besonders sichtbar wird. Nur wenn die Öffentlichkeit dem reibungslosen Funktionieren der Märkte vertraut und Marktintegrität besteht, kann man von einem effizienten, wohlfahrtssteigernden Finanzmarkt sprechen.⁷⁷ Dieses Vertrauen beruht unter anderem auf der den Anlegern von der Rechtsordnung gegebenen Zusicherung, dass sie gleich behandelt werden und dass sie gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insider-Information geschützt werden.⁷⁸ Insiderhandelsverbote gewährleisten „die Gleichheit der Vertragspartner bei einem Börsengeschäft“, indem sie verhindern, „dass einer von ihnen, der über eine Insider-Information verfügt und deshalb einen Vorteil gegenüber den anderen Anlegern hat, daraus zum Nachteil der anderen, die diese Information nicht kennen, einen Nutzen zieht.“⁷⁹

Weil es sich strukturell um Gleichbehandlungspflichten handelt, kennt das Gesetz folgerichtig auch Möglichkeiten einer sachlichen Rechtfertigung. Das lässt sich anhand des Verbots der *unbefugten* Weitergabe einer Insiderinformation⁸⁰ an Dritte (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) belegen. Ob die Weitergabe unbefugt erfolgte, bestimmt sich auf Grundlage des Normzwecks. Das Verbot will die informationelle Chancengleichheit der Marktteilnehmer gewährleisten und verhindern, dass Sondervorteile aufgrund einer status-, funktions- oder zufallsbedingten Kenntnis von bestimmten Tatsachen erlangt werden.⁸¹ Nach richtlinienkonformer Auslegung ist die Weitergabe daher unbefugt, wenn sie nicht im normalen Rahmen der Ausübung der Arbeit oder des Berufes oder der Erfüllung der Aufgaben des Insiders geschieht. Die ungleiche Behandlung bei der Weitergabe von Insiderinformationen ist nur dann gerechtfertigt, wenn sie für die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufes oder für die Erfüllung einer Aufgabe unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet.⁸² Die selektive Informationsweitergabe ist grundsätzlich unbefugt, weil der Gesetzgeber das Interesse an informationeller Chancengleichheit und Insiderprävention höher gewichtet.⁸³

Besonderes Augenmerk verdienen die zivilrechtlichen Konsequenzen eines Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot: Es gibt – pointiert gesagt – keine.⁸⁴ Die an sich nahe liegende Sanktion durch die Mitteilung der gleichen Informati-

77 Vgl. Erwägungsgründe 2 und 13 der Richtlinie 2003/6/EG.

78 EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Rs. C-45/08 – *Spector Photo Group NV ua v. CBFA* = Slg. 2009, I-12073 Rn. 47.

79 EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Rs. C-45/08 – *Spector Photo Group NV ua v. CBFA* = Slg. 2009, I-12073 Rn. 48.

80 Dazu § 13 WpHG und Art. 1 Nr. 1 RL 2003/6/EG.

81 *Assmann* in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14 Rn. 73; *Mennicke* in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 205 f.

82 EuGH, Urt. v. 22.11.2005, Rs. C-384/02 – *Grongaard und Bang* = Slg. 2005, I-9939 Rn. 34; zu den Einzelheiten vgl. *Versteegen* in: Hirte/Möllers, KK-WpHG, § 14 Rn. 48 ff.; *Assmann* in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14 Rn. 74 ff.; *Mennicke* in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 205 f.; *Schäfer* in: Schäfer/Hammann, KapitalmarktG, § 14 Rn. 24 ff.

83 *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 337; *Fleischer*, ZGR 2009, 505, 512.

84 Einzelheiten bei *Stoppel* in: Grunewald/Schlitt, Kapitalmarktrecht, 257 f.

an an die ausgeschlossene Öffentlichkeit wird bereits mittels der Ad-hoc-Publizität (§ 15 Abs. 1 WpHG) hergestellt. Das Insidergeschäft ist seinerseits nicht nach § 134 BGB⁸⁵ oder § 138 BGB⁸⁶ nichtig. Schadensersatzansprüche aus § 826 BGB sind zwar möglich,⁸⁷ werfen aber erhebliche darlegungs- und beweislrechtliche Probleme auf.⁸⁸ Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB iVm § 14 Abs. 1 WpHG scheiden aus, weil das Insiderhandelsverbot keine individualschützende Norm ist.⁸⁹ Das ist an sich nur für die Ad-hoc-Publizität geregelt (§ 15 Abs. 6 WpHG), gilt wegen des engen Zusammenhangs von Ad-hoc-Publizität und Insiderhandelsverbot⁹⁰ nach überwiegender Auffassung aber auch für letzteres.⁹¹ Anlegerschutz und informationelle Gleichbehandlung sind zwar Normziele, der einzelne Anleger partizipiert davon aber lediglich als Rechtsreflex.⁹² Das im Insiderhandelsverbot enthaltene Gebot der informationellen Gleichbehandlung ist damit eine Pflicht, der kein subjektives Recht entspricht.⁹³

Der enge Zusammenhang des Insiderhandelsverbots mit der in Art. 6 Abs. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie und § 15 WpHG vorgesehenen Ad-hoc-Publizität wurde bereits angesprochen. Diese ist ein wesentlicher Baustein des kapitalmarktrechtlichen Publizitätssystems.⁹⁴ Danach muss ein Inlandsemittent von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. Die Ratio des § 15 WpHG ist im Kern unstreitig: Es geht um die Herstellung von Markttransparenz durch emittentenseitige Information. Dabei steht die Förderung und Bewahrung der Marktfunktionen (sogenannter Funktionenschutz) im Vordergrund, ohne dass bei der Ausformulierung der Schutzregeln nach dem Schutzbedürfnis einzelner Marktteilnehmer (Individualschutz) differenziert werden könnte.⁹⁵ Ad-hoc-Publizität dient nicht nur dazu, Markttransparenz im Allgemeinen herzustellen, sondern will auch Informationsgleichheit unter den Anlegern im Besonderen gewährleisten.⁹⁶ Die Bedeutung der informationellen Chancengleichheit der Anleger zeigt § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG

85 Dazu Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14 Rn. 206 f.

86 Mennicke in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 414 ff, 442 (mit der Trennung zwischen Börsenumsatzgeschäft und außerbörslichem Geschäft).

87 Mennicke in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 438, 446; Stoppel in: Grunewald/Schlitt, Kapitalmarktrecht, 258.

88 Schäfer in: Schäfer/Hammann, KapitalmarktG, § 14 Rn. 99; näher Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14 Rn. 209 f.

89 Mennicke in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 442; Schäfer in: Schäfer/Hammann, KapitalmarktG, § 14 Rn. 97 (jeweils mit Nachweisen zur Gegenansicht).

90 Den Zusammenhang betont der Rechtsausschuss des Bundestages, siehe BT-Drs. 12/7918, S. 96; näher Mehrlinger, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 108 f; Versteegen in: Hirte/Möllers, KK-WpHG, § 15 Rn. 10; Mennicke in: Fuchs, WpHG, Vor § 12 bis § 14 Rn. 71 ff.

91 Kümpel/Veil, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 78 f mwN.

92 Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 16.70 f; Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 12 Rn. 49, § 14 Rn. 7.

93 Zu dieser Paarung bereits Raiser, ZHR (111) 1948, 75, 94 f.

94 Dazu statt vieler Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 1 ff.

95 Ekkenga, ZGR 1999, 165, 170.

96 Ekkenga, ZGR 1999, 165, 178.

(Art. 6 Abs. 3 Marktmissbrauchsrichtlinie).⁹⁷ Wenn der Emittent oder eine in seinem Auftrag handelnde Person einem anderen Insiderinformationen befugt⁹⁸ mitteilt, muss er diese auch veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Die Ad-hoc-Publizität strebt also die informationelle Gleichbehandlung der Anleger an und sichert damit die Markttransparenz.⁹⁹ Unbestrittenes Schutzgut der Ad-hoc-Publizität ist daher die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.¹⁰⁰ Dabei geht es nicht um Markttransparenz schlechthin, sondern darum, Chancengleichheit zugunsten der Outsider herzustellen.¹⁰¹ Zweifelhaft ist dagegen, ob § 15 WpHG auch dem individuellen Anlegerschutz dient. Nach herkömmlicher Auffassung ist die informationelle Gleichbehandlung des einzelnen Anlegers auch hier bloßer Rechtsreflex.¹⁰² Das ist mittlerweile fraglich geworden, weil die mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz 2002 neu eingefügten §§ 37b und 37c WpHG¹⁰³ in der Sache den individuellen Anlegerschutz stärken. Daher spricht viel dafür, den Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität auch im unmittelbaren Anlegerschutz zu sehen.¹⁰⁴ Schadenersatzansprüche wegen einer informationellen Ungleichbehandlung nach § 15 WpHG iVm § 823 Abs. 2 BGB scheiden trotzdem aus.¹⁰⁵ Das ist in § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG ausdrücklich klargestellt.¹⁰⁶ Neben den spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen kann sich auch hier eine kapitalmarktrechtliche Haftung aus § 826 BGB ergeben.¹⁰⁷

97 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 110 f; *Assmann* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 15 Rn. 110; zurückhaltender *Leuring*, NZG 2005, 12 ff; *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 101 f; vertiefend und kritisch jetzt *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 339 ff, der von „totem Recht“ spricht.

98 ISv § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, vgl. *Leuring*, NZG 2005, 12, 14. Zweifelhaft ist, ob die Veröffentlichungspflicht auch bei unbefugter Weitergabe gilt, dazu *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 340 f.

99 *Klöhn*, Kapitalmarktrecht, in: *Langenbucher*, Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 2008, 281, § 6 Rn. 73.

100 BT-Drs. 14/8017, S. 87; *Assmann* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 15 Rn. 27; zur ökonomischen Rechtfertigung der Informationspflicht des Emittenten vgl. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 88 f mwN.

101 *Ekkenga*, ZGR 1999, 165, 188 f.

102 Vgl. dazu schon BT-Drs. 12/7918, S. 96, 102 (Beschlussempfehlung des BT-RA zum 2. Finanzmarktförderungsg 1994), BT-Drs. 14/8017, S. 87 (RegE zum 4. Finanzmarktförderungsg 2002); BVerfG NJW 2003, 501, 502; BGHZ 160, 134, 138 f; vertiefend *Barnert*, WM 2002, 1473, 1477 ff; *Assmann* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 15 Rn. 28.

103 Zur Entstehungsgeschichte *Möllers/Leisch* in: *Hirte/Möllers*, KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 21 ff; *Fuchs* in: *Fuchs*, WpHG, Vor §§ 37b, 37c, Rn. 17 ff.

104 Näher zum Ganzen *Möllers/Leisch* in: *Hirte/Möllers*, KK-WpHG, §§ 37b, c Rn. 4 ff; *Versteegen* in: *Hirte/Möllers*, KK-WpHG, § 15 Rn. 12; *Casper* in: *Hess/Reuschle/Rimpfelsbacher*, KK-KapMuG, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 4 ff; *Sethé* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 10 ff (jeweils mwN).

105 BGHZ 160, 134, 138 f.

106 *Fuchs* in: *Fuchs*, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 4.

107 Dazu weiterführend *Fuchs* in: *Fuchs*, WpHG, Vor §§ 37b, 37c Rn. 30 ff.

Auch die allgemeine Prospektspflicht bei der Emission von Wertpapieren,¹⁰⁸ geregelt in der Richtlinie 2003/71/EG (Prospektrichtlinie)¹⁰⁹ und im WpPG, strebt informationelle Gleichbehandlung an: Indem die Richtlinie vorschreibt, dass grundsätzlich¹¹⁰ jedes öffentliche Angebot von Wertpapieren und jede Zulassung von Wertpapieren zum Handel im geregelten Markt¹¹¹ an die vorherige Veröffentlichung eines Prospekts gebunden ist (Art. 3 der Prospektrichtlinie, § 2 WpPG), in den alle entscheidungsrelevanten Umstände aufgenommen werden müssen (vgl. Art. 5, 15 und 16 der Richtlinie; § 5 WpPG), gewährleistet sie, dass alle Marktakteure aufgrund gleicher Informationslage entscheiden.¹¹² Weil diese Informationen in leicht zu analysierender und verständlicher Form darzulegen sind (Art. 5 Abs. 1 S. 2 Prospektrichtlinie und § 5 Abs. 1 S. 1 WpPG), kann man darin auch einen Ansatzpunkt substantieller Gleichbehandlung sehen.¹¹³

4. Übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgrundsätze

Die wirtschaftliche Übernahme eines Unternehmens birgt für die Minderheitsaktionäre zwei Risiken:¹¹⁴ (1.) Der neue Großaktionär kann versuchen, die Übernahmekosten zu ihren Lasten zu externalisieren. (2.) Die Minderheitsaktionäre können im Vergleich zum veräußernden Großaktionär weniger stark am Unternehmenswert partizipieren. Der Sachverhalt in der Rs. *Audiolux*¹¹⁵ belegt nachdrücklich das Gleichbehandlungsinteresse der Minderheitsanteilsigner. Dieses Interesse wird im Unionsrecht mit den Gleichbehandlungspflichten in der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote¹¹⁶ und auf nationaler Ebene mit den im WpÜG enthaltenen allgemeinen und besonderen Gleichbehandlungsgeboten geschützt. Sie schützen das Vertrauen der Marktakteure auf gleiche Teilhabe an den Markttransaktionen.

a) Der allgemeine übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz

Art. 3 Richtlinie 2004/25/EG sieht vor, dass alle Inhaber von Wertpapieren einer Zielgesellschaft, die der gleichen Gattung angehören, gleich zu behandeln sind,

108 Zur Abgrenzung der Prospektspflicht nach dem VerkProspG siehe *Spindler* in: Holzborn, WpPG, Einl. Rn. 34.

109 Richtlinie 2003/71/EG v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 345 v. 31.12.2003, S. 64.

110 Zu den Ausnahmen siehe Art. 4 Prospektrichtlinie und § 4 WpPG.

111 Zur Begrifflichkeit im Unionsrecht und im deutschen Recht siehe *Klöhn*, Kapitalmarktrecht, in: Langenbucher, Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 2008, 281, § 6 Rn. 17, 23 ff.

112 *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 147.

113 *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 147; *Mebringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 116 ff.

114 Dazu jetzt vertiefend *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 d) aa) (2) mwN.

115 Dazu oben § 5 II 4 a) (1).

116 v. 31.4.2004, ABl. L 142 v. 30.4.2004, S. 12.

wenn eine Person die Kontrolle über eine Gesellschaft erwirbt. § 3 Abs. 1 WpÜG setzt diese Regelung in deutsches Recht um.¹¹⁷ Darin wird die „Magna Charta“ des Übernahmerechts gesehen.¹¹⁸ Ihre dogmatische Einordnung fällt der kapitalmarktrechtlichen Literatur schwer: Das Spektrum reicht von der Einordnung als reine „Programmsätze“¹¹⁹ über die Qualifikation als lediglich objektiv geltendes Recht¹²⁰ bis hin zum subjektiven Recht auf Gleichbehandlung der betroffenen Anteilseigner¹²¹.

Die entscheidende Grenzziehung erfolgt erneut auf der Ebene des sachlichen Anwendungsbereichs (§ 1 Abs. 1 iVm § 2 WpÜG). Die Gleichbehandlungspflicht gilt nur für näher bestimmte Wertpapiere und nur für öffentliche Angebote.¹²² Im Vorfeld liegende Handlungen liegen außerhalb des sachlichen Anwendungsbereichs.¹²³ Erfasst sind nur Wertpapiere, die im organisierten Markt gehandelt werden. Bei im Freiverkehr (§ 57 BörsG) gehandelten Wertpapieren¹²⁴ und bei börsenfernen Gesellschaften¹²⁵ gilt keine Pflicht zur Gleichbehandlung. § 3 WpÜG ist daher ein genuin kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsanspruch.¹²⁶ Adressat der Gleichbehandlungspflicht aus § 3 Abs. 1 WpÜG ist jedenfalls der Bieter. Umstritten ist, ob daneben auch die Zielgesellschaft und deren Organe und die BaFin Adressaten sind.¹²⁷

Inhaltlich verpflichtet § 3 Abs. 1 WpÜG zur Gleichbehandlung der Inhaber von Wertpapieren, die *derselben Gattung* angehören wie die zu erwerbenden Wertpapiere. Darin drückt sich der allgemeine Gedanke des Gleichbehandlungsgrundsatzes aus, wonach nicht jede verschiedene Behandlung auch eine rechtlich relevante Ungleichbehandlung ist. Entscheidend ist, ob die begünstigten und nicht begünstigten Inhaber hinsichtlich ihrer konkreten Stellung vergleichbar sind. Dabei ist vor einer schematischen Anwendung dieses Vergleichsmaßstabes

117 Zur Umsetzung vgl. *Baums/Rieder* in: Baums/Thoma, WpÜG, Einl. Rn. 1.41 ff.

118 *Paefgen*, ZIP 2002, 1509, 1517; *Schwennicke* in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 3 Rn. 3 mwN.

119 In der Sache *Assmann* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 3 Rn. 2 ff.

120 Deziidiert verneinend *Assmann* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 3 Rn. 4.

121 Näher *Versteegen* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 3 Rn. 13 und vertiefend *Mehring*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 68 ff.

122 *Versteegen* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 3 Rn. 25 ff; *Baums/Hecker* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 2 Rn. 5 ff.

123 *Versteegen* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 2 Rn. 28.

124 *Mülbert*, ZIP 2001, 1221, 1227; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 394; *Baums/Hecker* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 2 Rn. 74.

125 Dazu kritisch *Mülbert*, ZIP 2001, 1221, 1228; dagegen *Baums/Hecker* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 2 Rn. 76.

126 Vgl. *Versteegen* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 1 Rn. 4; *Pötzsch* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 1 Rn. 15.

127 Bejahend *Wackerbarth* in: MünchKomm-AktG, § 3 WpÜG Rn. 5 ff; *Schwennicke* in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 3 Rn. 4; nur auf den Bieter beziehen ihn dagegen *Versteegen* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 3 Rn. 16; *Möller* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 3 Rn. 8; *Schüppen* in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, § 3 Rn. 14; vertiefend zum Streitstand *Mehring*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 69 f; *Baums/Hecker* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 3 Rn. 5 ff; *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 d) bb) (1).

zu warnen. Der strikte Gattungsbezug gilt lediglich für die Angebotsbedingungen. Hinsichtlich der allgemeinen Informationen bezüglich der Unternehmensübernahme sind dagegen alle Wertpapierinhaber vergleichbar.¹²⁸ Insoweit erfasst § 3 Abs. 1 WpÜG auch einen Teilaspekt der informationellen Gleichbehandlung.¹²⁹ Innerhalb der Gruppe der Wertpapiere bestimmt sich die Vergleichbarkeit nach § 2 Abs. 2 WpÜG. Daher kann zwischen Aktien und Wandelschuldverschreibungen differenziert werden. Innerhalb der jeweiligen Wertpapiergattung ist weiter zu differenzieren.¹³⁰ Bei den Aktien bestimmt § 11 AktG, ob die Wertpapiere vergleichbar sind. Wichtigstes Beispiel sind die Stammaktien einerseits und die stimmrechtslosen Vorzugsaktien andererseits. Der Grundsatz der Gleichbehandlung aller Inhaber von Wertpapieren derselben Gattung erfordert es, dass der Preis bei einem Angebot im Normalfall dem höchsten Preis entsprechen sollte, den der Bieter für Aktien derselben Gattung — sei es an der Börse oder auf einem freien Markt — während eines bestimmten Zeitraums vor dem Erwerb der Wertpapiere, der zum Wechsel der Kontrolle über die Gesellschaft führte, gezahlt hat.¹³¹ Diesen Gedanken verankert das Gesetz mehrfach in Form besonderer Gleichbehandlungsregelungen und sichert damit die Gleichbehandlung der Aktionäre, die am regulären Angebotsverfahren teilnehmen, gegenüber einer Ungleichbehandlung im Vergleich zu Aktionären, die ihre Beteiligungen im Rahmen eines Vor-, Parallel- oder Nacherwerbs veräußert haben (§ 31 Abs. 3 bis Abs. 5 WpÜG).¹³²

Angesichts des nicht unerheblichen Anwendungsbereichs ist die Kontrollpflicht der Rechtfertigungsprüfung der dogmatische Hebel, um sich im Konflikt zwischen Privatautonomie und Gleichbehandlung zu positionieren. Entsprechend vielfältig sind die vorgeschlagenen Lösungsansätze: Nach einer Auffassung soll jede Ungleichbehandlung der Wertpapierinhaber ohne weiteres rechtswidrig sein (Konzeption der absoluten Gleichbehandlung).¹³³ Nach anderer Ansicht könne sie mit sachlichen Gründen gerechtfertigt werden (Konzeption der relativen Gleichbehandlung).¹³⁴ Die zweite Lösung fügt sich besser in die herkömmliche gleichheitsrechtliche Dogmatik ein.¹³⁵ Damit lässt sich auch die Entscheidung des Gesetzes, jede Differenzierung der Angebotsbedingungen auszuschließen (§§ 31,

128 IE auch *Noack/Holzborn* in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 3 WpÜG Rn. 7; *Möller* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 3 Rn. 15; *Schüppen* in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, § 3 Rn. 10; *Schwenicke* in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 3 Rn. 6 ff; aA *Versteegen* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 3 Rn. 20.

129 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 285; *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 334 mwN.

130 Näher *Baums/Hecker* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 3 Rn. 13 f.

131 Winter-Bericht, S. 58, 60.

132 Vgl. dazu vertiefend *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 d) cc) (3).

133 *Versteegen* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 3 Rn. 14 ff; *Steinhardt* in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, Rn. 7; *Baums/Hecker* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 3 Rn. 11.

134 *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 174; *Schüppen* in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, § 3 Rn. 8 ff; *Schwenicke* in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 3 Rn. 5.

135 Näher zum Ganzen *Melbringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 71 ff.

39 WpÜG), vereinbaren.¹³⁶ Die Spanne der Rechtfertigungsgründe reicht von jedem sachlichen Grund (Willkürverbot) über eine gesteigerte Verhältnismäßigkeitsprüfung bis zum strengen Anknüpfungsverbot.¹³⁷ Die gesetzlich vorgegebenen Angebots- und Übernahmebedingungen fallen in die letzte Kategorie. Sie sind insoweit „besondere Gleichbehandlungsgrundsätze“ innerhalb des „allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes“. In den Fällen des Vor-, Parallel- und Nacherwerbs reduziert das Gesetz die Anzahl möglicher Rechtfertigungsgründe „auf Null“. Die konkrete Ungleichbehandlung kann daher nicht gerechtfertigt werden. Soweit keine Spezialregelungen zu höheren Rechtfertigungsanforderungen führen, kann eine tatbestandliche Ungleichbehandlung daher sachlich gerechtfertigt werden kann. Die Ungleichbehandlung von Wertpapierinhabern nach § 3 Abs. 1 WpÜG ist gerechtfertigt, wenn damit ein legitimer Zweck verfolgt wird und die Ungleichbehandlung geeignet, erforderlich und angemessen zur Zweckerreichung ist. Die übernahmerechtliche Gleichbehandlungspflicht ist Bestandteil eines Rechtsrahmens „für ein faires und transparentes Verfahren“¹³⁸ für die Abwicklung öffentlicher Wertpapierangebote. Ungleichbehandlungen lassen sich daher nicht mit dem Gesellschaftsinteresse rechtfertigen, sondern nur mit Blick auf die kapitalmarktrechtliche Funktion des Gleichbehandlungsgrundsatzes.¹³⁹

b) Besondere übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgrundsätze

Neben dem allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz finden sich im Übernahmerecht eine Reihe von „besonderen Gleichbehandlungsgrundsätzen“,¹⁴⁰ von denen ich auf zwei exemplarisch eingehen möchte: (1.) Die beschränkte Zulässigkeit von Teilangeboten und die Konsequenzen eines Nachfrageüberhangs (§ 19 WpÜG¹⁴¹) sowie (2.) das Pflichtangebot gegenüber allen Anteilsinhabern beim Erwerb einer Kontrollbeteiligung (§ 35 WpÜG).

136 Klar gesehen von *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 174; dagegen verkennt *Versteegen* in: *Hirte/v. Bülow*, KK-WpÜG, § 3 Rn. 14 diesen Zusammenhang.

137 In der Sache wohl auch *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 d) bb) (2), auch wenn seine Position etwas widersprüchlich ist: Er behauptet einerseits, ein Willkürverbot, das sich „durch jeden sachlichen Grund überwinden“ ließe, verfehle den Sinn des § 3 Abs. 1 WpÜG. Kurz darauf formuliert er dagegen: „Zutreffenderweise steht auch § 3 Abs. 1 WpÜG unter dem Vorbehalt eines sachlichen Grundes.“

138 RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 27.

139 *Paefgen*, ZIP 2002, 1509, 1518; im Grundsatz auch *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 d) bb) (2).

140 Vgl. *Baums/Hecker* in: *Baums/Thoma*, WpÜG, § 3 Rn. 15.

141 Allg. Ansicht: *Hasselbach* in: *Hirte/v. Bülow*, KK-WpÜG, § 19 Rn. 3; *Möller* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG, § 19 Rn. 1; *Geibel* in: *Geibel/Sußmann*, WpÜG, § 19 Rn. 1.

(1) Gleichbehandlungspflichten bei Teilangeboten

Der Bieter kann unter bestimmten Voraussetzungen ein Angebot zum Erwerb von Wertpapieren auf einen bestimmten Anteil oder auf eine bestimmte Anzahl beschränken (Teilangebot). Bei Übernahme¹⁴² und Pflichtangeboten ist ein Teilangebot nicht zulässig (vgl. §§ 32, 39 WpÜG).¹⁴³ Diese Beschränkung der Entscheidungsfreiheit des Anbieters ist ebenfalls Ausdruck eines besonderen Gleichbehandlungsgrundsatzes,¹⁴⁴ weil der Bieter verpflichtet wird, sein Angebot an die Inhaber sämtlicher Aktien(gattungen) der Zielgesellschaft zu richten.¹⁴⁵ Den Aktionären bleibt damit das Schicksal erspart, gegen ihren Willen zu außenstehenden Gesellschaftern eines nunmehr fremdbeherrschten Unternehmens zu werden und alle Aktionäre werden gleichmäßig an der im Angebot enthaltenen Übernahmeprämie beteiligt. Beides stärkt das Vertrauen in das Funktionieren der Kapitalmärkte und damit die Anlagebereitschaft der Kapitalmarktteilnehmer.¹⁴⁶

Ist das Teilangebot zulässig, gibt es ein Verteilungsproblem, wenn mehr Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft die Annahme des Angebots erklären, als der Bieter zu erwerben bereit ist. Das Prioritätsprinzip bietet hier keine überzeugende Lösung, weil es die Wertpapierinhaber dem Zwang aussetzt, eine rasche, ökonomisch unüberlegte Entscheidung zu treffen („Windhundrennen“).¹⁴⁷ Privatautonome Lösungen des Verteilungsproblems scheiden aus. Der Bieter kann nicht alle ihm angebotenen Wertpapiere erwerben, weil er während des Angebotsverfahrens sein Angebot nicht erhöhen darf.¹⁴⁸ Er kann auch nicht bestimmte Aktionäre bevorzugen, weil dies mit § 3 Abs. 1 WpÜG und Art. 3 Abs. 1 lit. a Übernahmerrichtlinie unvereinbar wäre.¹⁴⁹ Damit stärkt das Gesetz den Willen zum Vertragsabschluss der Wertpapierinhaber auf Kosten der Vertragsabschlussfreiheit des Bieters.¹⁵⁰ § 19 WpÜG löst das Verteilungsproblem gleichheitsrechtlich: Der Bieter muss grundsätzlich die Annahmeerklärungen aller Wertpapierinhaber der von ihm angebotenen Gattung berücksichtigen, allerdings nicht in voller Höhe, sondern nur verhältnismäßig (*pro rata*).

142 AA aber *Wackerbarth* in: MünchKomm-AktG, § 19 WpÜG Rn. 7f.

143 Zur Unionsrechtskonformität siehe *Mülbert*, NZG 2004, 633, 640.

144 *Noack/Holzborn* in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 32 WpÜG Rn. 2; *Möller* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 32 Rn. 1; *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 32 Rn. 2; *Vogel* in: Haarmann/Schuppen, WpÜG, § 32 Rn. 1; vertiefend *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 77f.

145 BT-Drs. 14/7034, S. 57.

146 *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 768, 369.

147 *Oechsler* in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 19 Rn. 1; *Thoma* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 19 Rn. 5, 28.

148 Näher *Möller* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 19 Rn. 11; *Scholz* in: Haarmann/Schuppen, WpÜG, § 19 Rn. 33 ff; *Thoma* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 19 Rn. 35 mwN; aA *Hasselbach* in: Hirte/v. Bülow, KK-WpÜG, § 19 Rn. 21.

149 Dazu *Wackerbarth* in: MünchKomm-AktG, § 19 WpÜG Rn. 16.

150 *Wackerbarth* in: MünchKomm-AktG, § 19 WpÜG Rn. 4.

Beispiel: Ein Bieter, der 5 % der stimmberechtigten Aktien an der Zielgesellschaft hält, veröffentlicht ein Teilangebot, mit dem er anbietet, 500.000 Stück davon zum Preis von 10 €/Aktie zu erwerben. Das Angebot nehmen Wertpapierinhaber mit insgesamt 1 Mio. Aktien an, darunter Aktionär X mit 20.000 Aktien und Aktionär Y mit 50.000 Aktien. Der Bieter muss nicht diese 1 Mio. Aktien zum Preis von insgesamt 10 Mio. € erwerben. Er muss aber alle Aktionäre verhältnismäßig befriedigen. Das Verhältnis von zu erwerbenden und erwerbenden Aktien beträgt 1/2. Danach ist Aktionär X verpflichtet, dem Bieter 10.000 Aktien zu verschaffen und erhält dafür 100.000 €, während Aktionär Y 25.000 Aktien übertragen muss und dafür 250.000 € erhält.

Über dieses Ergebnis ist man sich einig. Umstritten ist die, hier nicht relevante, dogmatische Konstruktion der von § 19 WpÜG vorgegebenen Lösung.¹⁵¹ Dabei wird die Relevanz der verhältnismäßigen Zuteilung für die Dogmatik des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht immer ausreichend gewürdigt. Grundsätzlich verpflichtet § 3 Abs. 1 WpÜG zur Gleichbehandlung. Gleichbehandlung bedeutet keine ungleiche Behandlung ohne sachlichen Grund. Die verhältnismäßige Zuteilung in § 19 WpÜG ist ein sachlicher Grund für eine – rein deskriptiv betrachtet – ungleiche Behandlung der Wertpapierinhaber.

Nach dem Wortlaut des § 19 WpÜG ist die verhältnismäßige Zuteilung nur der Grundsatz. Der Bieter kann nach allgemeiner Ansicht von diesem Grundsatz abweichen, sofern er sich auf einen sachlichen Grund stützen kann. Dieser Grund muss seinerseits wiederum mit dem Grundgedanken des § 19 WpÜG konform gehen. Der Bieter darf beispielsweise zur Vermeidung von Splitterbeteiligungen Kleinst- und Kleinaktionäre nicht bevorzugen.¹⁵² Kommt es dagegen zu Aktienbruchteilen, darf der Bieter bereits im Angebot ankündigen, wie er runden wird (vgl. § 2 Nr. 6 WpÜG-AngebotsVO). Kommt es in diesen Fällen im Ergebnis dennoch zu einem Angebotsüberhang oder einer Angebotsunterschreitung, stellt sich die Frage, ob der Bieter individuell runden darf. Das wird man als Konsequenz von Teilangeboten akzeptieren müssen. Die dafür gewählte Methode¹⁵³ muss ihrerseits auch sachlich gerechtfertigt sein.¹⁵⁴ Weil damit eine willkürliche Entscheidung ausscheidet und das Prioritätsprinzip von § 19 WpÜG grundsätzlich abgelehnt wird, ist in diesen Fälle ironischerweise nur das Losverfahren gleichheitskonform.¹⁵⁵

Verletzt der Bieter bei der Zuteilung den Gleichbehandlungsgrundsatz, ist bei den Rechtsfolgen zu differenzieren: Berücksichtigt er Wertpapierinhaber nicht

151 Vgl. den Überblick bei *Wackerbarth* in: MünchKomm-AktG, § 19 WpÜG Rn. 36; *Möller* in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 19 Rn. 8 und insbesondere *Thoma* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 19 Rn. 12 ff einerseits und *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 19 Rn. 7 andererseits.

152 Näher *Wackerbarth* in: MünchKomm-AktG, § 19 WpÜG Rn. 42; *Scholz* in: Haarmann/Schuppen, WpÜG, § 19 Rn. 31; aA *Thoma* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 19 Rn. 26 mwN.

153 Dieser Unterschied wird gerne übersehen, vgl. *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 19 Rn. 11; *Thoma* in: Baums/Thoma, WpÜG, § 19 Rn. 23 f.

154 Näher *Scholz* in: Haarmann/Schuppen, WpÜG, § 19 Rn. 19.

155 So auch *Scholz* in: Haarmann/Schuppen, WpÜG, § 19 Rn. 30.

oder nicht in dem durch § 19 WpÜG oder seine Angebotsunterlagen vorgegebenen Umfang, bleibt er den übergangenen Wertpapierinhabern zur Abnahme und Bezahlung der angedienten Wertpapiere in dem Umfang verpflichtet, in dem diese Wertpapierinhaber bei Einhaltung der Zuteilungsgrundsätze berücksichtigt worden wären.¹⁵⁶ Das folgt – je nach gewählter Konstruktion – bereits aus der mit Annahme des Angebots entstandenen vertraglichen Verpflichtung zwischen Bieter und Wertpapierinhaber und ist kein eigenständiger Beseitigungsanspruch. Hat er Dritten mehr zugeteilt, als diese nach § 19 WpÜG erhalten durften, besteht kein Anspruch der insoweit übergangenen Wertpapierinhaber auf gleiche Abnahme.¹⁵⁷ Dabei handelt es sich um eine „Gleichbehandlung im Unrecht“, die nicht Anspruchsinhalt des Gleichbehandlungsgrundsatzes ist. Ungeklärt ist die Rechtsfolge eines sachlich nicht gerechtfertigten Verteilungsmaßstabes, wenn die BaFin das Angebot nicht untersagt hat. Die Zuteilungsregel ist zwar Inhalt des Angebots.¹⁵⁸ Dieses verstößt aber gegen § 19 WpÜG. Daher ist sie wegen § 134 BGB nichtig und an ihre Stelle tritt die pro-rata-Regel. Daraus folgt, dass die Wertpapierinhaber dann einen Anspruch auf verhältnismäßige Zuteilung haben.

(2) Pflichtangebot

Hat der Bieter eine Kontrollbeteiligung (§ 29 Abs. 2 WpÜG) erworben, ist er allen Wertpapierinhabern grundsätzlich verpflichtet, ein angemessenes (§ 31 Abs. 1 WpÜG) Erwerbsangebot abzugeben, sobald er die Kontrolle über die Zielgesellschaft erworben hat. Mit dem Pflichtangebot stärkt das Gesetz den Minderheitenschutz. Die Aktionäre haben das Recht, ihre Anteile außerhalb des Börsenmarkts zu übertragen und sie können gleichmäßig an einer Kontrollprämie partizipieren, die der Erwerber einem Großaktionär im Vorfeld der Unternehmensübernahme versprochen oder gewährt hat.¹⁵⁹ In der Sache handelt es sich um eine an den kontrollierenden Aktionär adressierte „Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen“¹⁶⁰. Die Angebotspflicht liegt auf der Schnittstelle von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.¹⁶¹ Man kann sie daher aus verbandsrechtlicher Perspektive als ein weiteres Schutzinstrument der Minderheitsaktionäre im Sinne eines Konzerneingangsschutzes betrachten.¹⁶² Mich überzeugt dagegen ein kapitalmarktrechtliches Verständnis: Der Kontroll-

156 *Hasselbach* in: *Hirtel/v. Bülow, KK-WpÜG*, § 19 Rn. 26; *Geibel* in: *Geibel/Süßmann, WpÜG*, § 19 Rn. 21; *Thoma* in: *Baums/Thoma, WpÜG*, § 19 Rn. 49.

157 Zweifelnd auch *Geibel* in: *Geibel/Süßmann, WpÜG*, § 19 Rn. 41.

158 Nur insoweit zutreffend *Thoma* in: *Baums/Thoma, WpÜG*, § 19 Rn. 48.

159 *Fleischer*, NZG 2002, 545, 546; *Verse*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2006, 182.

160 So der Titel der Monographie von *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, 1991.

161 *Fleischer*, NZG 2002, 545, 546.

162 So exemplarisch *Baums/Hecker* in: *Baums/Thoma, WpÜG*, Vor § 35 Rn. 89 ff.

erwerb berührt die Grundlage der ursprünglichen Investitionsentscheidung und damit das Vertrauen des Aktionärs-Investors so nachhaltig, dass ihm im Interesse der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ein Austrittsrecht aus dem Subsystem Verband nach dem Prinzip der Meistbegünstigung gegeben wird.¹⁶³ Aus ökonomischer Sicht ist das Pflichtangebot umstritten.¹⁶⁴ Effiziente Unternehmensübernahmen könnten unterbleiben.¹⁶⁵ Andererseits kann der Gleichbehandlungsgrundsatz wettbewerbsfremde Konzentrationsanreize bei Übernahmen verhindern,¹⁶⁶ die – vielfach im Rahmen einer *due diligence* erworbene¹⁶⁷ – Informationsüberlegenheit des Bieters ausgleichen und das Preisbildungsrisiko des einzelnen Minderheitsaktionärs verringern. Die Gleichbehandlung gleicht also die Nachteile der kollektiven Entscheidungssituation der einzelnen Aktionäre aus, indem sie den Druck zur „rechtzeitigen“ Veräußerung („Windhundrennen“¹⁶⁸) verringert und dem Bieter die Möglichkeit nimmt, die Unkenntnis des Aktionärs über das Verhalten der übrigen Aktionäre auszunutzen („Gefangenendilemma“¹⁶⁹).

Zweifelhaft ist, ob der Verstoß gegen das Pflichtangebot mit einem subjektiven Recht des übergangenen Aktionärs auf Gleichbehandlung korreliert. Im Wesentlichen stehen sich zwei, sich im Einzelnen weiter ausdifferenzierende Schutzkonzeptionen gegenüber:¹⁷⁰ Nach der ersten Konzeption führt der Verstoß gegen § 35 WpÜG (auch) zu zivilrechtlichen Ansprüchen der Aktionäre der Zielgesellschaft. Dazu zählt ein gesetzlicher Anspruch auf Vertragsabschluss (Kontrahierungszwang)¹⁷¹ bzw. auf Schadensersatz (§ 823 Abs. 2 BGB iVm § 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG)¹⁷². Nach der Gegenansicht scheiden zivilrechtliche Ansprüche aus,¹⁷³ weil es keine Rechtsgrundlage für einen Kontrahierungszwang gebe¹⁷⁴ und § 35

163 Dazu näher *Kleindiek*, ZGR 2002, 546, 558 ff; *Paul*, Der Konzern 2009, 80 ff.

164 Im Überblick *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 385 f; *Habersack/Tröger*, NZG 2010, 1 f mwN.

165 Dazu grundlegend *Easterbrook/Fischel*, 91 Yale L.J. 698 (1982); speziell zur Übernahmerrichtlinie siehe *Wymeersch*, ZGR 2002, 520, 542 ff; *Enriques*, 1 ECFR 440 (2004); zur Kritik an diesem Ansatz siehe *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, 1991, 128 ff.

166 Dazu näher *Oechsler* in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 3 Rn. 8 ff; *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 83 ff.

167 Näher zur Frage, ob und inwieweit konkurrierende Bieter einen Anspruch auf Gleichbehandlung haben, wenn einem Bieter die Möglichkeit zur *due-diligence* gegeben wird, siehe *Verse*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2006, 549 ff; *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 192 ff.

168 BT-Drs. 14/7034, S. 35.

169 Dazu ein guter Überblick bei *Roth*, 98 Econ. J. 974, 997-1000 (1988).

170 Vgl. dazu den Überblick über den Streitstand bei *Mülbert/Schneider*, WM 2003, 2301, 2307 f; *Steinmeyer* in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, § 35 Rn. 107 ff.

171 *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 768, 777; *Ihrig*, ZHR 167 (2003), 315, 348 f; aA *Schlütt/Ries* in: *MünchKomm-AktG*, § 35 WpÜG Rn. 245 mwN zur Gegenansicht.

172 *Ekkenga/Schulz* in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 35 Rn. 75; *von Bülow* in: *Hirte/v. Bülow*, KK-WpÜG, § 35 Rn. 199; *Baums/Hecker* in: *Baums/Thoma*, WpÜG, § 35 Rn. 297.

173 Vgl. OLG Frankfurt NZG 2004, 243 (kein subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft).

174 *Krause/Pötzsch* in: *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG, § 35 Rn. 252; *Steinmeyer* in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, § 35 Rn. 110; *Baums/Hecker* in: *Baums/Thoma*, WpÜG, § 35 Rn. 296.

WpÜG nicht den individuellen Anleger schütze.¹⁷⁵ Mittlerweile ist die Frage mit der Neuregelung des Erfüllungsanspruchs in § 1 Abs. 1 Nr. 2 KapMuG¹⁷⁶ entschieden. Aus § 35 WpÜG folgen keine subjektiven Rechte des einzelnen Aktionärs.¹⁷⁷ Damit ist § 35 WpÜG eine lediglich objektiv wirkende Gleichbehandlungspflicht.

5. Gleichbehandlungspflichten von Finanzintermediären

Adressiert das Recht Gleichbehandlungspflichten auch an Finanzintermediäre, wird das Spannungsverhältnis zur privatautonomen Handlungsfreiheit der Akteure um eine zusätzliche marktfunktionale Komponente aufgeladen: Die Bewertungs- und Allokationsfunktion des Kapitalmarkts könnte mit weitreichenden Gleichbehandlungspflichten unterlaufen werden.¹⁷⁸ Das ist unproblematisch, soweit die Gleichbehandlungspflicht unmittelbar die Funktionsfähigkeit des Markts gewährleistet. Das ist etwa beim Ausführungsanspruch der Handelsteilnehmer gegen den des Skontroführers (§ 28 Abs. 2 S. 1 BörsG) der Fall. Der Skontroführer hat die Aufgabe, den Börsenpreis für die an der Börse zugelassenen und gehandelten Wertpapiere zu ermitteln.¹⁷⁹ Seine Gleichbehandlungspflicht folgt aus der ihm zugewiesenen Monopolstellung.¹⁸⁰

Der Konflikt spitzt sich dagegen bei der Emission von Anteilen über ein Bankenkonsortium zu, wenn die Anteile überzeichnet sind. Grundsätzlich können der Emittent oder die Konsortialbanken die Zuteilungskriterien nach ihren eigenen Vorstellungen festsetzen.¹⁸¹ Den Emittenten treffen insoweit gegenüber bestehenden Anlegern besondere Gleichbehandlungspflichten.¹⁸² Daneben stellen sich die praktisch relevanten Fragen, ob die Konsortialbanken zur Gleichbehandlung interessierter Anleger verpflichtet und – allgemein – die Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Zuteilung überzeichneter Wertpapiere zur Gleichbehandlung ihrer Kunden verpflichtet sind. Ich werde mich auf die zweite Fallvariante beschränken.¹⁸³ Hier besteht ein Interessenkonflikt der Wertpapierfirma,

175 *Krause/Pöttsch* in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 35 Rn. 253; *Steinmeyer* in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 35 Rn. 112 ff; *Hommelhoff/Witt* in: Haarmann/Schüppen, WpÜG, § 35 Rn. 118.

176 Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz v. 16.8.2005 (BGBl. I S. 2437), zul. geändert von Artikel 12 des Gesetzes v. 5.1.2007 (BGBl. I, S. 10).

177 Siehe BT-Drs. 15/5091, S. 20: „Nicht erfasst wird der Abschluss entsprechender Verträge, da das WpÜG entsprechende Individualansprüche von Anlegern auf den Abschluss solcher Verträge nicht vorsieht.“

178 *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 2.

179 BT-Drs. 14/8071, S. 78.

180 Näher *Mehring*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 93 f; *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 b) aa).

181 *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 a).

182 Dazu oben § 5 III 2.

183 Vgl. zur ersten Variante eingehend *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 a), der eine Gleichbehandlungspflicht jedes Emittenten ablehnt. Das sei eine staatliche Umverteilungsregelung und beeinträchtige die allokativen Effizienz des Kapitalmarkts.

weil sie die gleichgelagerten Interessen mehrerer Geschäftsherrn gegenüber einem Dritten vertritt.¹⁸⁴ In einer solchen Situation mag es für den Finanzintermediär rational sein, bestimmte Anleger – vor allem institutionelle Anleger – aufgrund der bestehenden Geschäftsbeziehungen zu bevorzugen.¹⁸⁵ Daher wird diskutiert, ob es ein gleiches Recht auf Zuteilung der Wertpapiere gibt.¹⁸⁶

Als normative Grundlage einer entsprechenden Pflicht kommen die in Art. 19 ff der Richtlinie 2004/39/EG¹⁸⁷ vorgesehenen und mit §§ 31 ff WpHG umgesetzten Wohlverhaltensregeln bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen für Kunden in Betracht. Danach müssen Wertpapierfirmen¹⁸⁸ bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen¹⁸⁹ „ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden“ (Art. 19 Richtlinie 2004/39/EG) bzw. „mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse“ ihrer Kunden (§ 31 Abs. 1 WpHG) handeln. Bei der Pflicht zur redlichen, eindeutigen und nicht irreführenden Information an Kunden oder potenzielle Kunden (Art. 19 Abs. 2 Richtlinie 2004/39/EG) handelt es sich erneut um einen Fall informationeller Gleichbehandlung.¹⁹⁰ Umstritten ist, ob Richtlinie und WpHG das Wertpapierdienstleistungsunternehmen auch zur gleichen Berücksichtigung von Investitionschancen verpflichten.¹⁹¹ Das Gesetz geht im Grundsatz von einer Gleichbehandlungspflicht der Wertpapierdienstleistungsunternehmen aus: § 31c Abs. 1 Nr. 2 WpHG verpflichtet sie im Interesse des individuellen Kunden¹⁹² dazu, vergleichbare Kundenaufträge nach der Reihenfolge ihres Eingangs auszuführen.¹⁹³ Der Prioritätsgrundsatz sei deshalb ein eigenständiges Instrument zur Lösung von Interessenkonflikten.¹⁹⁴ Das ist schief formuliert. Der Prioritätsgrundsatz ist eine Verteilungsregel, welche die Gleichbehandlung der Anleger

184 Grundsätzlich und weiterführend zum Problem *Hopt*, ZGR 2004, 1 ff; *Kumpan/Leyens*, ECFR 2008, 72 ff.

185 So *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 a) für den Fall der Emission.

186 Dazu im Überblick *Fleischer*, Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentags, Berlin 2002, Bd. I, 2002, F 76 f; *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 147 f und vertiefend zum Stand der Diskussion *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 174 ff sowie *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 a).

187 Richtlinie v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABL L 145 v. 30.4.2004, S. 1 (Finanzmarkttrichtlinie).

188 Zur Legaldefinition siehe Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 der RL 2004/39/EG.

189 § 2 Abs. 4 WpHG.

190 Vgl. dazu näher *Mehring*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 98.

191 Vertiefend zum Ganzen *Mehring*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 94 ff.

192 *Fuchs* in: *Fuchs*, WpHG, § 31c Rn. 3.

193 Weitergehend *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 b) bb), der darin eine „echte Gleichbehandlungspflicht“ sieht.

194 *Möllers/Leisch* in: *Hirte/Möllers*, KK-WpHG, § 31 Rn. 115 ff; *Fuchs* in: *Fuchs*, WpHG, § 31 Rn. 63; *Koller* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 31 Rn. 55.

voraussetzt.¹⁹⁵ Die Prioritätsregel ist daher nichts anderes als ein gesetzlich vorgeschriebener sachlicher Grund einer Ungleichbehandlung der bei der Zuteilung nicht berücksichtigten Anleger.¹⁹⁶

Vereinzelte wird eine Pflicht angenommen, allen gleichermaßen interessierten Kunden die Anteile pro rata zuzuteilen.¹⁹⁷ Das erlaubt es, sachgerecht nach verschiedenen Zeichnern mit jeweils gleich hoher pro-rata-Zuteilung innerhalb der jeweiligen Gruppe zu differenzieren.¹⁹⁸ Fraglich ist allerdings die Rechtsgrundlage dafür: Ein allgemeiner Gleichbehandlungsanspruch folgt weder aus § 53a AktG noch aus § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG, weil beide Normen die Mitgliedschaft des Anlegers in der Aktiengesellschaft voraussetzen. Das Prioritätsprinzip in § 31c Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist als sachliches Kriterium nicht überzeugend, weil es zum Wettlauf der Anleger („Windhunderennen“) führen würde. Auf § 19 WpÜG kann man sich nicht stützen, weil dort ein Angebotsüberhang besteht, während hier die Nachfrage überwiegt. Ansprüche aus § 33 Abs. 1 S. 1 iVm § 20 GWB scheitern an der fehlenden Unternehmenseigenschaft des Privatanlegers und eine Diskriminierung nach § 19 AGG mangels Anknüpfung an ein verbotenes Merkmal. Möglich ist es, ein vom Finanzintermediär dem Anleger gegenüber vertraglich abgegebenes Versprechen zur Gleichbehandlung anzunehmen.¹⁹⁹ Der Bundesgerichtshof sieht in solchen Begründungsversuchen allerdings eine „Fiktion“: Es gebe keine Anhaltspunkte für eine Bereitschaft der Bank, „sich schon bei Aufnahme der Geschäftsbeziehung unter Aufgabe ihrer gesetzlich eingeräumten Vertragsfreiheit einem beschränkten privatrechtlichen Kontrahierungszwang zu unterwerfen.“²⁰⁰ Weil Gleichbehandlungspflichten angeblich scheitern, wird an die Interessenwahrungspflicht angeknüpft und für eine transparente Zuteilung und dem entsprechende Verfahren plädiert.²⁰¹

Diese Folgerung zeigt allerdings, dass man die eigentliche Bedeutung des Anspruchs auf *gleiche Behandlung* erneut verkennt. Es geht nicht um eine gleiche Behandlung im Ergebnis. Gleichbehandlungspflichten erlauben sachliche Diffe-

195 Insoweit zutreffend *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 b) bb): „das Prioritätsprinzip ist dabei Ausdruck der Chancen- und nicht der Ergebnisgleichheit“.

196 Ansatzweise erkannt von *Möllers/Leisch* in: *Hirte/Möllers*, KK-WpHG, § 31 Rn. 123.

197 *Koller* in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 31 Rn. 9; vertiefend *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 180 ff; jetzt auch *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 b) bb).

198 *Fuchs* in: *Fuchs*, WpHG, § 31 Rn. 65.

199 So *Hopt*, ZGR 2004, 1, 42 f; näher *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 180 ff.

200 BGHZ 152, 114, 120.

201 *Fleischer*, Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentags, Berlin 2002, Bd. I, 2002, F 77 f; *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 a) (allerdings nur für den Fall der Fremdemission, anders aber für die allgemeine Tätigkeit von Wertpapierunternehmen: *Kainer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 3 b) bb)).

renzierungen.²⁰² Die geforderte Zuteilungstransparenz ist nichts anderes als ein Element innerhalb des Gleichbehandlungsgrundsatzes. Ohne vorherige Pflicht zur gleichen Behandlung des Anlegers – die sich ihrerseits wiederum marktfunktional mit dem auf Gleichbehandlung gerichteten Vertrauen begründen lässt²⁰³ – kann man kaum begründen, warum transparente Regeln notwendig sind. Könnte die Bank tatsächlich privatautonom handeln, müsste sie konsequenterweise ihre Entscheidungsprozesse nicht transparent machen. Gleichbehandlung zwingt dagegen zur Transparenz. Nur wenn zunächst eine Pflicht zur gleichen Behandlung besteht, muss der Akteur die Gründe einer Entscheidung offen legen, damit diese von den davon Betroffenen hinterfragt werden können. Diese Erwägungen zeigen, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz mit der Möglichkeit zur sachlichen Rechtfertigung einen gegenüber der rein privatautonom gesteuerten Verteilung vorzugswürdigen Lösungsansatz bietet.²⁰⁴ Bei der Rechtfertigung ist maßgeblich auf die Struktur und Intention der Transaktion abzustellen, die vom Standpunkt des Emittenten aus zu beurteilen ist.²⁰⁵ Es sind also – wie beim arbeitsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz²⁰⁶ – Sinn und Zweck der kollektiven Maßnahme herauszuarbeiten und anhand des so ermittelten Maßstabes die Sachgerechtigkeit der vorgenommenen Differenzierung zu bestimmen.²⁰⁷ Ein so konstruierter Gleichbehandlungsgrundsatz ist ein taugliches Instrument, um vorliegende Interessenkonflikte zu lösen.²⁰⁸

6. Ein allgemeiner kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz?

Das Kapitalmarktrecht kennt also eine Reihe von Gleichbehandlungspflichten. Versucht man sie zu systematisieren, lassen sich vier deskriptive Kategorien²⁰⁹ bilden, die sich teilweise überschneiden: (1.) Regeln, die auf informationelle Gleichbehandlung zielen, (2.) Normen, die eine Leistungsgleichbehandlung bewirken, (3.) Grundsätze, die lediglich objektiv-rechtlichen Inhalt haben und (4.)

202 *Fuchs* in: Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 65; strenger *Möllers/Leisch* in: Hirte/Möllers, KK-WpHG, § 31 Rn. 123: Die Ungleichbehandlung sei nur gerechtfertigt, wenn eine gleiche Behandlung unmöglich oder vom Prioritätsprinzip erlaubt sei; vertiefend *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 200 ff.

203 Dazu näher *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 193 ff.

204 Näher *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 98 ff; *Kumpfan/Leyens*, ECFR 2008, 72, 97 f; kritisch dagegen *Hopt*, ZGR 2004, 1, 42 f.

205 Weiterführend *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 202 ff.

206 Dazu oben § 5 I 4 c).

207 Einzelheiten bei *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 201 ff.

208 *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 2006, 200; *Möllers* in: Hirte/Möllers, KK-WpHG, § 31 Rn. 121 ff; *Fuchs* in: Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 65; ablehnend *Grundmann* in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, § 31 WpHG Rn. 228.

209 Diese Einschränkung berücksichtigt die zutreffende Kritik von *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 150 f an jeder Sachgruppenbildung; abweichend *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 155 f, der zwischen Informationsgleichbehandlung, Gegenleistungsgleichbehandlung und Investitions-gleichbehandlung unterscheiden will.

Prinzipien, aus denen subjektive Rechte des Anlegers auf Gleichbehandlung folgen. Das heterogene Bild erschwert eine Antwort auf die Frage, ob es einen allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz im Kapitalmarktrecht als übergreifendes Rechtsprinzip gibt. Wer jeden Anwendungsfall in einem spezifischen Kontrollgrund verankert, muss dies schon im Ausgangspunkt verneinen.²¹⁰ Wer dagegen die Anlegergleichbehandlung als „sachliches Leitprinzip“ des Kapitalmarktrechts behandelt,²¹¹ schafft zumindest eine Grundlage für die Diskussion über die rechtliche Eigenschaft dieses Prinzips. Es handelt sich entweder lediglich um ein heuristisches Prinzip, das es uns erleichtert, Aussagen über das positive Recht zu treffen oder es könnte – weitergehend – ein mit Normwirkung ausgestatteter Grundsatz sein.

Exemplarisch für die – wohl überwiegende – Zurückhaltung bei der Begründung eines kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes ist die Position von *Gregor Bachmann*.²¹² Er verneint einen allgemeinen oder lediglich einen auf Informationsgleichbehandlung beschränkten Grundsatz der Gleichbehandlung der Kapitalmarktteilnehmer als Rechtsprinzip. Das Normenmaterial reiche für einen Induktionsschluss nicht aus.²¹³ Grundlage dafür sind zwei Wertungen:²¹⁴ (1.) Ein allgemeines Prinzip könne die austarierten Tatbestände des positiven Rechts aushebeln. (2.) Wenn man aber den Anwendungsvorrang der gesetzlichen Normen absichert, bleibt für einen allgemeinen Grundsatz kein praktischer Anwendungsbereich.

Die Gegenposition vertritt *Christoph Mehringer*.²¹⁵ Er bewegt sich mit seiner Argumentation zum Geltungsgrund in den traditionellen Bahnen der Diskussion zum Gleichbehandlungsgrundsatz im allgemeinen Zivilrecht: Maßgeblich sei das Prinzip der (austeilenden) Gerechtigkeit, abgestützt von der im Kapitalmarktrecht latent vorhandenen Gefahr eines Marktversagens, der impliziten Vereinbarung der Parteien zur Gleichbehandlung²¹⁶ und dem Gedanken der Anlegergemeinschaft;²¹⁷ Art. 3 GG scheidet dagegen als Rechtsgrundlage aus.²¹⁸ Normadressaten des Gleichbehandlungsgrundsatzes seien alle Akteure auf dem Kapitalmarkt, die „eine Position mit negativen Einwirkungsmöglichkeiten innehaben“.²¹⁹ Vor einer Ungleichbehandlung geschützt seien die Anleger, die poten-

210 *Käner*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 III 4.

211 So *Fleischer*, Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentags, Berlin 2002, Bd. I, 2002, F 1, F. 26 ff; in der Sache auch *Kals*, Anlegerinteressen, 2001, 249 ff; *Seibt*, ZGR 2006, 501, 510 f.

212 *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 172 ff; *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 344 ff.

213 *Bachmann*, ZHR (170) 2006, 144, 172; *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 345.

214 *Bachmann*, FS Eberhard Schwark, 2009, 345 f.

215 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 122-169.

216 In der Informationsökonomik wird insoweit tatsächlich mit der Kategorie impliziter Verträge gearbeitet, vgl. *Rippenberger*, Ökonomik des Vertrauens, 73 ff.

217 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 127-133, 137-141.

218 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 125-127.

219 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 145-147 (Zitat auf S. 146).

tiellen Anleger und Dritte, sofern deren Gleichbehandlung mittelbar dem Anlegerschutz diene.²²⁰ *Mehringer* tritt – im Anschluss an die verfassungsrechtliche Methodik – für einen strikt deskriptiven Ansatz bei der Ermittlung von Ungleichbehandlungen ein, indem er auf die Anleger insgesamt abstellt und jede Differenzierung als Rechtfertigungsproblem konzipiert.²²¹ Ebenfalls an der verfassungsrechtlichen Dogmatik orientiert, ist sein Ansatz zur Rechtfertigung von Ungleichbehandlungen.²²² Dabei sei abzuwägen, „welche Folgen die Ungleichbehandlung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und das Vertrauen der Anleger hat“²²³. Daraus entwickelt *Mehringer* konkrete Abwägungsmaßstäbe anhand seiner Systematisierung von Informations-, Gegenleistungs- und Investitionsungleichbehandlung.²²⁴

Diese Argumentation ist für das maßgeblich unionsrechtlich geprägte Kapitalmarktrecht von der Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs in der Rs. *Audiolux*²²⁵ erschüttert worden. Die Kläger – Minderheitsaktionäre der von der Bertelsmann-AG übernommenen RTL-Group, einer Aktiengesellschaft luxemburgischen Rechts – vertraten die These, dass es im *Primärrecht* der Union einen allgemeinen Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre und Anleger gebe. Sie wählten diese Strategie, weil der Sachverhalt vor Verabschiedung und Inkrafttreten der Richtlinie 2004/25/EG spielte und das anwendbare luxemburgische Recht kein Pflichtangebot kannte.²²⁶ Nach Auffassung des Gerichtshofs könne weder aus der Richtlinie 2004/25/EG noch aus der Zusammenschau von Art. 42 Richtlinie 77/91/EWG, Art. 17 Richtlinie 2004/109/EG ein allgemeiner Grundsatz mit einem bestimmten Inhalt abgeleitet werden.²²⁷ Die Normen beschränkten sich insgesamt darauf, spezifische gesellschaftsrechtliche Fallkonstellationen zu regeln, indem sie der Gesellschaft bestimmte Verpflichtungen zum Schutz aller Aktionäre auferlegten.²²⁸ Außerhalb der jeweiligen Regelungen im Sekundärrecht gibt es danach keinen „allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz [...] im Bereich des Gesellschaftsrechts“²²⁹, der den kontrolliererwerbenden Hauptaktionär verpflichtet, die Aktien der Minderheitsaktionäre zu den gleichen Be-

220 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 147-149.

221 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 151.

222 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 151-153.

223 *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 153.

224 Siehe *Mehringer*, Gleichbehandlungsprinzip, 2007, 153-159.

225 EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823.

226 *Mucciarelli*, ECFR 2010, 158, 160.

227 EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 47 ff.

228 EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 38 ff.

229 EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 53 ff.

dingungen aufzukaufen.²³⁰ Der Gerichtshof spricht zwar durchgehend von einem *gesellschaftsrechtlichen* Gleichbehandlungsgrundsatz. In der Sache ist freilich ein *kapitalmarktrechtlicher* Gleichbehandlungsgrundsatz gemeint.²³¹ Die Gleichbehandlung der Anleger ist Leitprinzip nur für die jeweiligen Akte des Sekundärrechts und nur für die Umsetzung dieser Richtlinien durch die Mitgliedstaaten.²³² Ein eigenständiges, richtlinienübergreifendes subjektives Recht auf Gleichbehandlung bei kapitalmarktrechtlichen Transaktionen gibt es dagegen im geltenden Unionsrecht nicht.

Das lässt noch Raum für die Herausbildung gemeinsamer Strukturprinzipien der einzelnen Regelungskomplexe kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlung.²³³ So hat beispielsweise *Dirk Zetzsche* die Auffassung vertreten, dass es einen kapitalmarktrechtlichen Grundsatz der informationellen Gleichheit der Anleger gibt.²³⁴ Er leitet ihn aus dem Gebot der Fairness und Chancengleichheit als Folge der Kapitalmarktaktivität des Adressaten ab.²³⁵ Gleichbehandlung sei eine „kapitalmarktinduzierte Sorgfaltspflicht“²³⁶ des Emittenten. Ein extensives Verständnis von Privatautonomie sabotiere den Markt als Institution.²³⁷ Dennoch bleibt *Zetzsche* in den traditionellen Bahnen der Gleichbehandlungsdogmatik, weil er in der Gleichbehandlung eine rechtfertigungsbedürftige Einschränkung der Privatautonomie sieht.²³⁸ Folglich operiert er – ebenfalls traditionell – auf der Ebene des sachlichen Anwendungsbereichs. Eine Pflicht zur informationellen Gleichbehandlung sei nur zu bejahen, wenn (1.) die Informationsherrschaft der Emittenten sich erheblich auf die Anleger auswirke, (2.) diese ein Gemeinschaftsverhältnis bildeten²³⁹ und (3.) das willkürliche Verhalten der Emittenten systemwidrig erfolge.²⁴⁰ Sobald diese Hürde genommen ist, zeigt sich die Operationalität des Gleichbehandlungsgrundsatzes. Grundlage dafür ist ein strikt deskriptives Verständnis der Vergleichbarkeit, nach dem alle Anleger – gegenwärtige wie potentielle – vergleichbar seien.²⁴¹ Sehe das Gesetz Informationsprivilegien einzelner Akteure vor (Beispiel: § 131 Abs. 4 AktG), seien daraus folgende Ungleichbehandlungen gerechtfertigt.²⁴² Im Übrigen sei jede Ungleichbehandlung im Prinzip

230 EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 55.

231 *Metzger*, 75 RabelsZ (2011), 845, 874; *Mucciarelli*, ECFR 2010, 158, 162; siehe dazu bereits oben § 5 II 3 a).

232 EuGH, Urt. v. 15.10.2009, Rs. C-101/08 – *Audiolux S.A. v. Groupe Bruxelles Lambert SA, Bertelsmann AG* = Slg. 2009, I-9823 Rn. 55.

233 Vgl. *Möllers*, ZGR 1997, 334, 338; *Kalss*, Anlegerinteressen, 2001, 287 f.

234 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 283 ff.

235 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 304.

236 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 297.

237 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 296.

238 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 297 f.

239 An dieser Stelle schlägt sich die These *Götz Huecks* nieder, dazu oben § 4 I 3.

240 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 298-303.

241 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 315 f.

242 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 316 ff (mit einzelnen Beispielen).

sachlich zu rechtfertigen.²⁴³ *Zetzsche* differenziert dabei zwischen „organrelevanten Informationen“ innerhalb des Subsystems Verband, auf die er auch die verbandsrechtlichen Rechtfertigungskriterien übertragen will, und „anlagebezogenen Informationen“, für die gesetzliche Informationsprivilegien Rechtfertigungsmaßstäbe lieferten.²⁴⁴ Kann eine Ungleichbehandlung nicht gerechtfertigt werden, sei der Normadressat ohne weiteres verpflichtet, allen Anlegern den gleichen Informationszugang einzuräumen.²⁴⁵ Interessant – aber mit Blick auf die gesetzlichen Grundlagen²⁴⁶ konsequent – ist die Differenzierung bei den Rechtsfolgen: Ein subjektives Recht auf Durchsetzung des Informationsanspruchs gewähre das Gesetz nur dem Aktionär.²⁴⁷ Für den potentiellen Anleger handle es sich lediglich um eine objektiv wirkende Gleichbehandlungspflicht.²⁴⁸

IV. Gleichbehandlungspflichten im Wettbewerbsrecht

1. Gleichbehandlungspflichten und Wettbewerb – Ein exemplarisches Spannungsverhältnis

Gleichbehandlungspflichten im Wettbewerb – das scheint sich auf den ersten Blick zu widersprechen. Die Behinderung der Konkurrenten und die Ungleichbehandlung privater Akteure sind im Grundsatz wettbewerbsimmanente Methoden, um seine eigene Leistung am Markt durchzusetzen.¹ Jedenfalls „sind diese Verhaltensweisen, auch wenn sie von marktmächtigen Unternehmen mit einer starken Marktstellung angewendet werden, häufig in ihren wettbewerbliehen Auswirkungen ambivalent und können deshalb nicht ohne weiteres als wettbewerbsschädlich angesehen werden.“² Ein allgemeines Gleichbehandlungsgebot für Unternehmen – so die allgemeine Auffassung³ – sei daher nicht wettbewerbskonform:

„Ein solches Verbot würde der Natur des Wettbewerbs widersprechen, dem Differenzierung und nicht Gleichbehandlung eigen ist. Auszugehen ist vielmehr vom Grundsatz der Vertragsfreiheit. Jedem Unternehmen steht es frei, mit wem und mit welchem Inhalt es Verträge abschließt. Die Grenze der Vertragsfreiheit ist erreicht, wenn ein Unternehmen

243 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 327 ff.

244 Dazu *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 327 ff.

245 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 336 ff.

246 Dazu oben § 5 III 3.

247 Im Einzelnen *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 346 ff, 355 f.

248 *Zetzsche*, Aktionärsinformation, 2006, 353 f, 356.

1 Statt vieler *Loewenheim* in: *Loewenheim/Meessen/Riesenkampff*, KartR, § 20 GWB Rn. 2.

2 *Markert* in: *Immenga/Mestmäcker*, § 20 GWB Rn. 8.

3 *Eilmannsberger* in: *MünchKomm-KartR*, Art. 82 EG Rn. 264; *Loewenheim* in: *Loewenheim/Meessen/Riesenkampff*, KartR, § 20 GWB Rn. 2; *Bunte* in: *Langen/Bunte*, Art. 82 Rn. 210; jüngst eingehend *Kamer*, Gleichbehandlungsgrundsatz, 2011, § 5 II 2.