*Rechtsanwalt und Steuerberater Dr. Erich Waclawik**

Vorstandsbriefe an Aktionäre während eines Übernahmeprozesses

Die UniCredit S.p.A., Mailand (im Folgenden: Bieterin), ist derzeit im Begriff, die Commerzbank AG, Frankfurt am Main (im Folgenden: Zielgesellschaft), zu übernehmen. Im Zuge dieses Prozesses hat die Bieterin in diesem Frühjahr ein öffentliches Übernahmeangebot vorgelegt, das fast zu einer Mehrheitsbeteiligung geführt hat. Während der Angebotsphase haben sich Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft mit einer Stellungnahme, ferner die Vorsitzende des Vorstands mit mehreren Aktionärsbriefen an die Aktionäre und die Zielgesellschaft als solche mit Pressemitteilungen an die Öffentlichkeit gewandt. Das hauptsächliche Ziel vor allem der Aktionärsbriefe war, den Aktionären von der Annahme des Angebots abzuraten. Dieser Vorgang gibt Anlass dazu, sich mit den rechtlichen Rahmenbedingungen einer dahingehenden Ansprache der Aktionäre durch den Vorstand der Zielgesellschaft zu befassen.

I. Der (bisherige) Übernahmeprozess, die Aktionärsbriefe und die aufgeworfenen Fragen

Die Bieterin hat bereits ab dem Jahr 2024, zum Teil auch aus dem Anteilsbesitz des Bundes, eine Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft aufgebaut. Diese belief sich im Frühjahr dieses Jahres auf knapp 30 Prozent. Am 16. März 2026 hat die Bieterin die Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots im Sinne des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) veröffentlicht. Unter dem 5. Mai 2026 erfolgte sodann die Veröffentlichung der (ausführlichen) Angebotsunterlage zu dem Übernahmeangebot (Tauschangebot in Aktien der Bieterin). Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft nahmen daraufhin, wenige Tage später, an dem 18. Mai 2026 nach § 27 Abs. 1 WpÜG zu dem Übernahmeangebot (ebenfalls ausführlich) begründet Stellung[1].

Dabei blieb es jedoch nicht. Neben einigen Pressemitteilungen der Zielgesellschaft wandte sich ferner deren Vorsitzende des Vorstands mit zwei von der Gesellschaft selbst so bezeichneten „Aktionärsbriefen“ an alle Aktionäre der Gesellschaft. Der erste Brief datiert vom 18. Mai 2026, also von demselben Tag,

---

* Der Autor ist als Rechtsanwalt bei dem Bundesgerichtshof tätig. Er ist weder Aktionär der beteiligten Gesellschaften noch mit diesen beruflich verbunden.

1 Vgl. zur Chronologie des Angebotsprozesses die Übersicht auf der Website der Zielgesellschaft unter https://investor-relations.commerzbank.com/de/takeover-offer-unicredit.

an dem die bereits erwähnte Stellungnahme veröffentlicht worden ist. Der Brief hat (gekürzt) den folgenden Inhalt[2]:

> „Das Umtauschangebot der UniCredit ist nicht angemessen. Ihre Commerzbank-Aktie ist mehr wert.
>
> Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre,
>
> Ihre Commerzbank befindet sich heute in der stärksten Position seit vielen Jahren. Nach einem Rekordergebnis im Jahr 2025 sind wir sehr erfolgreich ins Jahr 2026 gestartet. Mit unserer „Momentum 2030"-Strategie wachsen wir weiter profitabel und schaffen verlässlich Wert für Sie, unsere Aktionärinnen und Aktionäre. Und das bei gleichzeitig geringem Umsetzungsrisiko. Daran muss sich jede Alternative messen lassen.
>
> Die UniCredit S.p.A. hat am 5. Mai 2026 ein unabgestimmtes öffentliches Übernahmeangebot für die Commerzbank in Form eines Aktientauschangebots in UniCredit-Aktien veröffentlicht.
>
> Vorstand und Aufsichtsrat der Commerzbank haben das Angebot gemeinsam mit unabhängigen Finanz- und Rechtsberatern umfassend geprüft. Mit einem klaren Ergebnis: Das Angebot wird dem Wert, den Perspektiven und der strategischen Bedeutung der Commerzbank nicht gerecht.
>
> Wir empfehlen Ihnen deshalb, bei der Commerzbank investiert zu bleiben und das Angebot der UniCredit nicht anzunehmen.
>
> Wenn Sie unserer Empfehlung folgen, müssen Sie nichts weiter unternehmen.
>
> Im Kern beruht unsere Empfehlung auf nachfolgenden Aspekten:
>
> 1. Das Angebot bietet de facto keine Prämie für Ihre Commerzbank-Aktie.
>
> […]
>
> 2. Der strategische Plan der UniCredit für die Commerzbank birgt erhebliche Risiken und Unwägbarkeiten.
>
> […]
>
> 3. Unsere Strategie „Momentum 2030" schafft Wert aus eigener Kraft – wer investiert bleibt, behält Wertschöpfungspotenzial und Handlungsoptionen.
>
> […]
>
> Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre,
>
> die Commerzbank ist heute eine starke, profitable und zukunftsfähige Bank mit einer klaren Strategie, hoher Umsetzungskraft und erheblichem

[2] Vgl. den Link in der vorgenannten Chronologie (Fn. 1) unter dem 18. Mai 2026.

weiteren Potenzial. Als Vorstand der Commerzbank handeln wir in Ihrem besten Interesse und bleiben konsequent auf nachhaltige Wertschöpfung fokussiert.

Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen in die Commerzbank.

[…]

Bettina Orlopp, Vorstandsvorsitzende“

Unter dem 26. Juni 2026, während des Laufs der weiteren Annahmefrist, wandte sich die Vorstandsvorsitzende erneut an die Aktionäre. Dieser Brief hat (gekürzt) den folgenden Inhalt[3]:

„Ihr Vertrauen zahlt sich aus – Ihre Commerzbank-Aktie ist mehr wert

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre,

die reguläre Annahmefrist des öffentlichen Übernahmeangebots der UniCredit S.p.A. ist am 16. Juni 2026 abgelaufen. Vom 20. Juni bis 3. Juli 2026 läuft die weitere Annahmefrist. Unsere Empfehlung bleibt unverändert: Nehmen Sie das Angebot der UniCredit nicht an und bleiben Sie bei der Commerzbank investiert.

Die bisherige Annahmequote unter unseren Aktionären spricht für sich: Die mehr als 500.000 Privatanleger und mehrere hundert institutionelle Investoren im Streubesitz der Commerzbank haben bis zum Ende der regulären Annahmefrist lediglich etwas mehr als 1 % der Aktien angedient. Zudem hat die Bundesregierung als unser zweitgrößter Aktionär öffentlich bekräftigt, ihren Anteil nicht an die UniCredit zu übertragen, weil weder der gebotene Preis noch das Vorgehen angemessen sei. Der überwiegende Rest der eingelieferten Aktien stammt von Banken und Parteien, die mit der UniCredit als Derivate-Gegenparteien in Verbindung stehen.

Keine adäquate Prämie, kein belastbarer Plan, keine gemeinsame Basis

[…]

Ihre Commerzbank ist stark – und das Jahr 2026 bestätigt es

[…]

Wenn Sie unserer Empfehlung folgen, müssen Sie nichts weiter unternehmen.

Wir danken Ihnen herzlich für Ihr Vertrauen in die Commerzbank.

[…]

Bettina Orlopp, Vorstandsvorsitzende“

---

[3] Vgl. den Link in der vorgenannten Chronologie (Fn. 1) unter dem 26. Juni 2026.

Nach dem Ablauf der weiteren Annahmefrist erhielten die Aktionäre der Zielgesellschaft keinen weiteren Aktionärsbrief mehr. In einer Pressemitteilung der Zielgesellschaft vom 8. Juli 2026[4] wurde allerdings das (aus der Sicht der Bieterin positive) Ergebnis des Übernahmeangebots zur Kenntnis genommen, die eigene Strategie jedoch bekräftigt.

Auf den ersten Blick mag es erfreulich wirken, dass die Vorsitzende des Vorstands einer Zielgesellschaft sich die Zeit nimmt, den Aktionären ihrer Gesellschaft zu schreiben und diesen in einer wichtigen, sie betreffenden Frage mit ihrer Einschätzung und Empfehlung Beistand zu leisten. Allerdings richtete sich das Angebot des Bieters (wie stets) nicht an die Zielgesellschaft oder gar an deren Vorstand als solchen, sondern an seine Mitaktionäre. Es stellt sich daher die Frage, ob das Angebot den Vorstand und den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft – und dessen oder deren Vorstandsvorsitzende(n) – überhaupt etwas angeht. Falls dies der Fall ist, ist die weitere Frage zu beantworten, wie weit der Handlungsspielraum ist, sich als Ratgeber des Aktionariats zu betätigen.

II. Aktionärsbriefe im Spannungsfeld von Information und Beeinflussung

1. Äußerungen der Zielgesellschaft nach dem WpÜG

a) Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG

Das WpÜG enthält nicht nur Regelungen, welche die Kommunikation des Bieters leiten. Es enthält auch Vorschriften über die Kommunikation der Zielgesellschaft. In erster Linie ist hier § 27 WpÜG zu nennen, der die Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft regelt. Die Vorschrift gilt nach ihrem Standort in dem dritten Abschnitt des Gesetzes (Angebote zum Erwerb von Wertpapieren) für alle Arten von Angeboten, mithin auch für das hier gegenständliche freiwillige Übernahmeangebot der Bieterin. Die Geltung des § 27 WpÜG wird durch § 34 WpÜG ausdrücklich geregelt und damit klargestellt. Für Pflichtangebote folgt die Geltung der Vorschrift aus § 39 WpÜG.

aa) Äußerungsrecht und Äußerungspflicht

Nach § 27 Abs. 1 Satz 1 WpÜG haben der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen abzugeben. Satz 2 der Vorschrift regelt (nicht abschließend) Punkte, auf welche die Stellungnahme „insbesondere“ eingehen soll. Hierzu gehören naheliegenderweise die Art und die Höhe der angebotenen Gegenleis-

[4] Vgl. den Link in der vorgenannten Chronologie (Fn. 1) unter dem 8. Juli 2026.

tung (Nr. 1) und die Absicht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, soweit diese Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, das Angebot anzunehmen (Nr. 4). Auch der Betriebsrat und die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft können sich in dem Rahmen der Stellungnahme ergänzend äußern, § 27 Abs. 2 WpÜG. Die Vorschrift regelt dabei im Kern nicht nur die Möglichkeit zur Stellungnahme, sondern verpflichtet sowohl den Vorstand als auch den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft, zu dem (Übernahme-)Angebot Stellung zu nehmen. Dabei erweisen sowohl der in § 27 Abs. 1 Satz 1 WpÜG verwendete Begriff der „Stellungnahme" als auch die Pflichtäußerung zu dem geplanten Annahmeverhalten nach Satz 2 Nr. 4 der Vorschrift, dass sich die Stellungnahme nicht auf ein bloßes, auf das Angebot bezogenes Referat beschränken darf. Vorstand und Aufsichtsrat müssen zu dem Angebot „Farbe bekennen", was aber eine neutrale Tendenz der Stellungnahme nicht ausschließt, wenn die Gründe hierfür offengelegt werden[5]. Auf jeden Fall dürfen beide Organe es jedoch, wie bereits aus der gesetzlichen Äußerungspflicht als solcher folgt, nicht schweigend übergehen. Beide Organe dürfen sich positiv zu dem Angebot äußern, aber auch in Teilen oder im Hinblick auf das Angebot insgesamt ablehnend. In letzterem Fall wird das (Übernahme-)Angebot zu einem „feindlichen". Nicht das Angebot als solches ist daher „freundlich" oder „feindlich", sondern erst die Haltung der Verwaltung der Zielgesellschaft zu diesem[6].

Nach dem Wortlaut des § 27 Abs. 1 Satz 1 WpÜG („eine begründete Stellungnahme") geht das Gesetz von einer einzigen Stellungnahme aus. Dies hat zwei Dimensionen: Zum einen sieht das WpÜG grundsätzlich nicht vor, dass sich Vorstand und Aufsichtsrat zu wiederholten Stellungnahmen entschließen, die über die Angebotsphase verteilt werden und zu einer Art „kommunikativer Dauerberieselung" der Aktionäre durch die Zielgesellschaft genutzt werden. Die Verwaltung der Zielgesellschaft darf sich einmal äußern, hat sich im Folgenden aber grundsätzlich weiterer Stellungnahmen zu enthalten. Das gilt nur dann nicht, wenn das Angebot von dem Bieter geändert wird. Erfolgt eine solche Änderung, sind Vorstand und Aufsichtsrat zu einer erneuten oder jedenfalls ergänzenden Stellungnahme sowohl berechtigt als auch verpflichtet[7]. Zum anderen erfolgt durch § 27 Abs. 1 Satz 1 WpÜG eine kommunikative Bündelung

---

5 Vgl. *Wackerbarth*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 27 WpÜG Rn. 11; *Hippeli*/*Hofmann*, NZG 2014, 850, 854, unter III. 7.; eingehend *Land*/*Schmoll*, NZG 2021, 185.

6 Vgl. zur Definition etwa *Beisel*, in: Beisel/Klumpp, Der Unternehmenskauf, 7. Aufl. 2016, Rn. 15; *Oechsler*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 71 Rn. 126.

7 Vgl. zu den Voraussetzungen und dem Umfang einer solchen Ergänzung *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, 9. Lfg. 11/2015/18. Lfg. 2026, § 27 Rn. 90 ff.; *Seibt*/*Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 210 f.

dadurch, dass „eine“ Stellungnahme durch Vorstand und Aufsichtsrat gemeinsam abgegeben werden soll. Anderenfalls müsste die Vorschrift „eine oder mehrere Stellungnahmen“ (oder ähnlich) lauten. Da aber das Wort „gemeinsam“ nicht im Gesetz steht, spricht sich das Schrifttum weithin auch für „Einzelstellungnahmen“ der beiden Organe aus, wenn keine Einigkeit hergestellt werden kann. Auch die Beifügung von Sondervoten einzelner Organmitglieder wird jedenfalls teilweise für möglich gehalten, wenn auch innerhalb der jeweiligen Organe keine Einigkeit zu dem Angebot herrscht[8].

bb) Briefe von Organmitgliedern nach der Stellungnahme?

Es mag hier dahinstehen, ob und wie weit dem zu folgen ist. Die Zielgesellschaft hat vorliegend jedenfalls, wie bereits erwähnt, unter dem 18. Mai 2026 eine einheitliche Stellungnahme durch Vorstand und Aufsichtsrat abgegeben. Beide Organe (und diese offenbar auch jeweils intern) waren sich in der Ablehnung des Übernahmeangebots einig. Ferner ist nach dem klaren Wortlaut des § 27 WpÜG eindeutig, dass es sich bei der Äußerung nach dieser Vorschrift um eine Befugnis der beiden Organe handelt. Einzelstellungnahmen durch Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats zu dem (Übernahme-)Angebot lassen sich nicht auf § 27 WpÜG stützen. Das gilt auch für Aktionärsbriefe des oder der Vorstandsvorsitzenden.

Das allein belegt aber nicht die Unzulässigkeit von Aktionärsbriefen während des Schwebens eines Angebots. Auch in dem Anwendungsbereich des WpÜG muss nicht zwingend alles unzulässig sein, was nicht ausdrücklich durch das Gesetz für statthaft erklärt wird. Angesichts der durchweg sehr in das Detail gehenden Regelungstechnik des WpÜG ist allerdings Zurückhaltung bei der Annahme geboten, § 27 WpÜG lasse jede Kommunikation der Zielgesellschaft außerhalb seines eigentlichen Anwendungsbereichs unberührt. Nach dem Standort und dem Regelungsinhalt der Vorschrift liegt es nahe, dass es dem Gesetzgeber mit § 27 WpÜG auch um eine Kanalisierung der Kommunikation aus der Richtung der Zielgesellschaft geht. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft sollen sich zwar zu dem Angebot (und zu jeder seiner etwaigen Änderungen) äußern, sie sollen dies aber (nach Möglichkeit) gemeinsam tun. Ist dies erfolgt, soll nach dem aus dieser Vorschrift abzuleitenden Legalkonzept des WpÜG seitens der Zielgesellschaft kommunikative Ruhe herrschen. Die (freien) Aktionäre sollen auf dieser informierten Grundlage selbst entscheiden,

---

8 Vgl. *Noack*/*Holzborn*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 27 WpÜG Rn. 14 ff.; *Wackerbarth*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 27 WpÜG Rn. 5.

ob sie das Angebot annehmen oder nicht. Das WpÜG enthält damit keine Andeutung dahin, dass eine laufende Ansprache der Aktionäre mit weiteren Informationen und/oder Meinungsäußerungen durch Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats während der Angebotsphase zulässig sein könnte. Für Äußerungen des oder der Vorstandsvorsitzenden gibt es insoweit keine Ausnahme.

b) Das „Verhinderungsverbot" nach § 33 WpÜG

Eine weitere Rahmenbedingung für die Kommunikation zwischen der Zielgesellschaft einerseits und ihren Aktionären andererseits setzt § 33 WpÜG. Die Vorschrift findet nach ihrem systematischen Standort in dem vierten Abschnitt des Gesetzes auf Übernahmeangebote wie das hier betrachtete Anwendung. Gleiches gilt nach § 39 WpÜG für Pflichtangebote. Für einfache Angebote nach Maßgabe der §§ 10 ff. WpÜG gilt die Vorschrift hingegen nicht[9].

aa) Der Verhinderungsgrundsatz und seine Ausnahmen

§ 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ordnet als Grundsatz an, dass nach der Veröffentlichung der Entscheidung zu der Abgabe eines Angebots bis zu der Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG – also während der Angebotsphase – der Vorstand der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen darf, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Entscheidend ist dabei nicht, dass das Angebot durch die Handlung tatsächlich vereitelt wird; es genügt die abstrakte Eignung der Maßnahme[10]. Dieser Grundsatz wird allerdings durch die Ausnahmen in § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG stark aufgeweicht. Danach gilt Satz 1 der Vorschrift nicht für Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte, für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot sowie für Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat.

Alle diese Ausnahmen des § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG von dem Verhinderungsverbot spielen in dem hier betrachteten Zusammenhang keine Rolle. Das ist für die zweite Alternative (Suche nach einem Konkurrenzangebot) evident. Auch für die dritte Alternative (Zustimmung durch den Aufsichtsrat) ist nichts ersichtlich. Schon nach dem Wortlaut des § 33 Abs. 1 Satz 2 3. Alt. WpÜG muss die Zustimmung des Aufsichtsrats zu der konkreten, in Frage stehenden Handlung

---

9 Vgl. *Noack*/*Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Vor §§ 33 – 34 Rn. 12.

10 Vgl. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034 v. 05.10.2001, S. 57; *Winter*/*Harbarth*, ZIP 2002, 1, 3 f.; *Schlitt*/*Biller*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 33 WpÜG Rn. 60 m.w.N.

des Vorstands erfolgen. Allein aus dem Umstand, dass der Aufsichtsrat an einer gemeinsamen Stellungnahme mit dem Vorstand nach § 27 WpÜG mitgewirkt hat, welche die gleiche angebotskritische Tendenz aufweist wie der Aktionärsbrief, wird man daher keine Zustimmung im Sinne der Vorschrift ableiten dürfen. Anderenfalls läge in einer solchen gemeinsamen Stellungnahme ein Freibrief für spätere Alleingänge des Vorstands oder von einzelnen seiner Mitglieder. Schließlich ist auch die erste Alternative der Vorschrift (hypothetisches Alternativverhalten) nicht einschlägig. Die hier betrachteten Aktionärsbriefe sind gerade vor dem Hintergrund eines schwebenden Übernahmeangebots formuliert worden; ohne dieses Angebot hätte es sie nicht gegeben. Dem Aktionärsbrief fehlt daher der erforderliche „neutrale" Charakter. Die abstrakte Möglichkeit, dass der oder die Vorstandsvorsitzende auch ohne das Übernahmeangebot einen Aktionärsbrief mit einem anderen Gegenstand hätte formulieren können, stellt kein beachtliches hypothetisches Alternativverhalten dar.

bb) Angebotskritische Aktionärsbriefe als Verhinderungshandlungen

Entscheidend für die Anwendung des § 33 WpÜG ist damit, ob Aktionärsbriefe oder eine andere angebotskritische Ansprache der Aktionäre überhaupt tatbestandlich im Sinne des Abs. 1 Satz 1 sein können. Es stellen sich hierbei zwei Fragen: zum einen, ob die Vorschrift nicht nur für das Organ Vorstand als solches, sondern auch für Handlungen einzelner Mitglieder des Vorstands gilt, und zum anderen, ob ein Aktionärsbrief überhaupt eine „Handlung" im Sinne der Vorschrift ist.

Die erstgenannte Frage ist zu bejahen. Zwar adressiert der Wortlaut der Vorschrift nur den Vorstand als Organ, obwohl das Verbot formulierungstechnisch ohne Weiteres auch auf die einzelnen Mitglieder des Vorstands hätte erstreckt werden können. Diese Unterlassung dürfte sich jedoch dadurch erklären, dass die von dem Gesetzgeber bei der Schaffung der Vorschrift in den Blick genommenen Verhinderungsmaßnahmen (etwa Kapitalerhöhungen, Erwerb eigener Aktien oder Veräußerung wertvoller Unternehmensteile[11]) stets ein Handeln des Vorstands als Organ voraussetzen. Sind aber solche (Kollektiv-)Handlungen vorschriftswidrig, wäre es keine in sich stimmige Normanwendung, Handlungen einzelner Mitglieder des Vorstands von dem Anwendungsbereich des Verbots auszunehmen, obwohl diese ebenfalls eine potenzielle Verhinderungswirkung im Sinne des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG haben können. Auch die „Handlung" eines einzelnen Mitglieds des Vorstands ist daher tatbestandsmäßig.

---

11 Vgl. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034 v. 05.10.2001, S. 57 f.

Ferner wird man die angebotskritische Ansprache der Aktionäre durch den Vorstand oder durch ein Mitglied des Vorstands auch als „Handlung“ im Sinne des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG anzusehen haben. Der Begriff der „Handlung“ ist weit gefasst und umfasst von seinem Wortlaut her ohne Weiteres auch die Ansprache von Aktionären und deren Versorgung mit Informationen und Wertungen zu dem laufenden Übernahmeprozess. Auch historische oder teleologische Gründe für eine den Wortlaut begrenzende Anwendung der Vorschrift sind nicht ersichtlich. Zwar mag der Gesetzgeber bei der Schaffung der Vorschrift[12] und auch heute das kommentierende Schrifttum[13] vorrangig Eingriffe in die Kapital- oder Vermögensstruktur der Gesellschaft in den Blick genommen haben, also wesentlich robustere Maßnahmen als „bloße“ verbale Kommunikation. Allerdings wird im Schrifttum zu Recht darauf hingewiesen, dass auch die kritische Ansprache von Aktionären die Annahmequote eines Angebots vermindern und bezüglich einer von dem Bieter gesetzten Mindestannahmequote Verhinderungseignung haben kann[14]. Ebenfalls wird zu Recht darauf hingewiesen, dass die Kommunikation mit den Investoren ein wichtiges Abwehrinstrument ist[15]. Dies gilt jedoch umso mehr dann, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft oder das handelnde Mitglied des Vorstands bei den (freien) Aktionären angesehen ist, weil sich unter seiner Leitung die Zielgesellschaft positiv entwickelt hat.

cc) Die Meinungslage im Schrifttum und deren Bewertung

Folgt man dem, so verstößt die Ansprache der (freien) Aktionäre jenseits der Stellungnahme nach § 27 WpÜG durch den Vorstand oder eines seiner Mitglieder während der Angebotsphase mit dem Ziel, diese von der Annahme des Übernahmeangebots abzuhalten, gegen das Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Diese Konsequenz wird jedoch von dem Schrifttum, soweit es sich hierzu überhaupt äußert, überwiegend nicht gezogen. Vielmehr wird darauf abgestellt, es leuchte unmittelbar ein, dass das Verhinderungsverbot nicht die Veröffentlichung einer korrekten und vollständigen Stellungnahme nach § 27 WpÜG einschränken könne. Ebenso seien gesetzlich oder börsenregulatorisch vorgesehene Veröffentlichungen (Art. 17 MMVO, §§ 114 ff.

---

12 Vgl. nochmals Fn. 11.

13 Vgl. *Noack*/*Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 33 WpÜG Rn. 7; *Schlitt*/*Biller*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 33 WpÜG Rn. 84 ff.; *Stephan*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 88 ff.

14 Vgl. *Schlitt*/*Biller*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 33 WpÜG Rn. 128.; *Stephan*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 121.

15 Vgl. *Stephan*, Der Konzern 2019, 473, 479, unter IV. 4. a); *ders.*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 121 f.

WpHG, §§ 51 ff. BörsO FWB) zulässig, ohne dass es darauf ankäme, ob aus einer solchen Veröffentlichung eine geringere Akzeptanz des Angebots folgen könnte. Entsprechendes gelte für andere, freiwillige Veröffentlichungen oder Kommunikationen der Zielgesellschaft. Das Verhinderungsverbot wolle nicht den freien Austausch von Meinungen unterbinden. Die Aktionäre sollten gerade in die Lage versetzt werden, in Kenntnis der Sachlage über das Angebot zu entscheiden, § 3 Abs. 2 WpÜG. Objektiv richtige Tatsachenmitteilungen und vertretbare Wertungen unterstützten dieses Ziel und fielen daher nicht in den Anwendungsbereich von § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Ferner seien angemessene und für die Aktionäre sinnvolle Informationen, die der Vorstand außerhalb einer Übernahmesituation nicht veröffentlicht hätte, ebenfalls zulässig[16].

Diesen Erwägungen ist noch darin zu folgen, dass § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG keine Veröffentlichungen nach § 27 WpÜG verbietet oder den Inhalt der Stellungnahme beeinflusst. Das folgt bereits aus der Systematik des WpÜG. Ebenfalls richtig ist, dass das Verhinderungsverbot keine Veröffentlichungen verbietet, die anderweitig (spezial-)gesetzlich gefordert sind. Auch Mitteilungspflichten nach Börsenordnungen von Wertpapierbörsen dürften ohne Verstoß gegen das Verhinderungsverbot zu erfüllen sein, selbst wenn es sich dabei „nur“ um Satzungsrecht handelt. Darüber hinaus befürwortet die vorgenannte Auffassung jedoch eine teleologische Reduktion des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG, ohne dafür tragfähig erscheinende Sachgründe benennen zu können. Dabei mögen bei der Anwendung des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG prinzipiell auch teleologische Erwägungen angeführt werden können, auch wenn hierfür auf dem Gebiet des recht technisch und präzise formulierten WpÜG, das unterschiedliche Interessensphären abgrenzen muss, nur ein eher geringer Spielraum eröffnet sein dürfte.

Tragende teleologische Erwägungen sind aber, wie bereits erwähnt, nicht ersichtlich. So lässt sich aus dem Umstand, dass § 27 WpÜG Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zu einer begründeten Stellungnahme verpflichtet, nicht schließen, dass jenseits dieser Stellungnahme in der beeinflussenden Verteidigung mit Argumenten kein Verstoß gegen das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot bestehen könne. Gerade die gegenteilige Schlussfolgerung liegt mit Rücksicht auf die Kanalisierungsfunktion des § 27 WpÜG näher[17]. Ebenso erscheint die These, das Verhinderungsverbot wolle nicht den freien Austausch

---

16 Insb. *Stephan*, Der Konzern 2019, 473, 480, unter IV. 4. a); ferner etwa *Brandi*, in: Angerer/Brandi/Süßmann, WpÜG, 4. Aufl. 2023, § 33 Rn. 35; *Carl*/*Schorn*, in: Cascante/Tyrolt/Hitzer/Bingel, WpÜG, 2024, § 33 Rn. 131.

17 A.A. *Stephan*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 121.

von Meinungen unterbinden, für eine Einschränkung des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ungeeignet. Zum einen geht es hier ohnehin nicht um einen „Austausch von Meinungen“, sondern um eine einseitige beeinflussende Ansprache der Aktionäre durch den Vorstand beziehungsweise durch ein Mitglied des Vorstands. Zum anderen handelt es sich bei der Behauptung um eine petitio principii. § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ordnet das an, was in dem Wortlaut der Vorschrift niedergelegt ist; die Norm teilt darüber hinaus nicht mit, was sie damit bezweckt. Auch aus den Gesetzesmaterialien ist keine Andeutung ersichtlich, dass für einen „Meinungsaustausch“ oder für eine angebotskritische Ansprache der Aktionäre eine Einschränkung des Gesetzeswortlauts gelten soll[18]. Ebenso wenig trägt der Hinweis auf § 3 Abs. 2 WpÜG. In dieser Regelung ist zwar als einer der allgemeinen Grundsätze des WpÜG bestimmt, dass Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft über genügend Zeit und ausreichende Informationen verfügen müssen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Aus diesem Grundsatz folgt jedoch nicht, dass nach der von § 27 WpÜG geforderten Stellungnahme während der Angebotsphase eine oder gar eine wiederholte Ansprache der Aktionäre mit dem Ziel zulässig wäre, diese von der Annahme des Angebots abzuhalten. Der Gesichtspunkt der Aktualität legitimiert die öffentliche Kommunikation mit den Aktionären, auch im Wege von Aktionärsbriefen von Vorstandsmitgliedern, ebenfalls nicht. Wird das Angebot durch den Bieter geändert, erlaubt und fordert § 27 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ohnehin eine ergänzende Stellungnahme des Vorstands (und des Aufsichtsrats). Die öffentliche Mitteilung neuer Tatsachen mit Angebotsbezug, etwa aktueller Geschäftszahlen, mag auch während der Angebotsphase zulässig sein, selbst wenn es keine gesetzliche Pflicht zu deren Veröffentlichung in diesem Zeitraum gibt. Demgegenüber rechtfertigt der Gedanke der Aktualität nicht, dass der Vorstand oder eines seiner Mitglieder wiederholt seinen Aktionären während der Angebotsphase öffentlich mitteilt, dass er das Angebot immer noch ablehnt und den Aktionären neuerlich empfiehlt, sich dem anzuschließen[19].

dd) Zusammenwirken der §§ 27, 33 WpÜG

Betrachtet man das systematische Zusammenspiel der §§ 27, 33 WpÜG, so entsteht gerade nicht der Eindruck beliebiger Äußerungsfreiheit: Zu Beginn der Angebotsphase darf und soll sich der Vorstand (zusammen mit dem Aufsichtsrat) der Zielgesellschaft zu dem Angebot des Bieters frei äußern. Dabei darf

---

18 S. insb. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034 v. 05.10.2001, S. 57 ff.

19 A.A. *Stephan*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 121.

diese Stellungnahme auch ohne Weiteres ablehnend („feindlich“) sein. Während des weiteren Laufs der Angebotsphase sperrt § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG jedoch (die Ergänzung von Stellungnahmen nach § 27 WpÜG ausgenommen) weitere angebotskritische Äußerungen des Vorstands und der Vorstandsmitglieder der Zielgesellschaft[20]. Der Angebotsprozess tritt damit im Hinblick auf diese Kommunikationsebene in eine „quiet period“ ein, ähnlich wie diese bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften im Vorfeld von Ergebnisberichterstattungen bekannt ist. Das erscheint auch deshalb sachgerecht, weil es sich bei dem Übernahmeangebot rechtlich und im Kern auch wirtschaftlich um eine Angelegenheit auf der Ebene der Aktionäre handelt. Das WpÜG konzediert in Gestalt des § 27 WpÜG, dass sich die Verwaltung der Zielgesellschaft in dem Rahmen dieses Prozesses zu Wort melden darf. Es ist aber nicht die Aufgabe der Zielgesellschaft oder ihres Vorstands, in diesen Prozess durch Meinungsäußerungen, auch in Form von Aktionärsbriefen, darüber hinaus mit angebotsverhindernder Tendenz einzugreifen.

c) Aktionärsbriefe als Werbung im Sinne des § 28 WpÜG

In § 28 WpÜG ist bestimmt, dass die Bundesanstalt (für Finanzdienstleistungsaufsicht; im Folgenden: BaFin), um Missständen bei der Werbung in dem Zusammenhang mit Angeboten zu dem Erwerb von Wertpapieren zu begegnen, bestimmte Arten der Werbung untersagen kann. Näheres zu dem Thema Werbung enthält weder diese noch eine andere Vorschrift des WpÜG. Der Vorschrift ist zumindest zu entnehmen, dass der Gesetzgeber in dem Rahmen von Übernahmeprozessen mit werblichen Aktivitäten der beteiligten Gesellschaften rechnet. Weiter ist der Vorschrift zu entnehmen, dass der Gesetzgeber Werbung auch in dieser Sondersituation für jedenfalls grundsätzlich zulässig erachtet. Dabei liegt es in der Natur der Sache, dass der Bieter eher Anlass hat, Werbung zu betreiben als die Zielgesellschaft. Allerdings ist es auch nicht ausgeschlossen, dass die Zielgesellschaft ihrerseits um die freien Aktionäre mit dem Ziel wirbt, das Übernahmeangebot abzulehnen. In diesem Sinne kann man auch die hier betrachteten Aktionärsbriefe als eine solche Werbung der Zielgesellschaft um ihre Aktionäre begreifen[21]. Allerdings folgt aus § 28 WpÜG nicht, ob und unter welchen Voraussetzungen Werbung zulässig oder verboten ist; nur für den Fall eines Missstands sieht die Vorschrift eine Untersagungsermächtigung vor.

---

20 So auch *Röh*, in: FK-WpÜG, 3. Aufl. 2008, § 33 Rn. 59.

21 Dahin wohl auch *Wackerbarth*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 28 WpÜG Rn. 5 m.w.N.; bejahend zu Analysten- und Pressekonferenzen sowie „Road-Shows“ *Assmann*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 28 Rn. 11.

Die Gesetzeskonformität der Werbung ist nach anderen Vorschriften, unter Einschluss der (übrigen) Vorschriften des WpÜG, mithin auch des § 33 WpÜG, zu beurteilen[22]. § 28 WpÜG ist damit kein Erlaubnistatbestand für Werbung der Zielgesellschaft. Auch die hier betrachteten Aktionärsbriefe können daher nicht auf diese Norm gestützt werden.

2. Äußerungen des oder der Vorstandsvorsitzenden nach dem AktG

Auch im Aktienrecht wird, schon vor der Zeit des WpÜG, darüber diskutiert, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft auf die Aktionärsstruktur der Gesellschaft einwirken darf oder ob es eine „Neutralitätspflicht" des Vorstands gibt. Nach dem heutigen Meinungsstand wird eine strenge Neutralitätspflicht überwiegend abgelehnt. Das entspricht der Gesetzeslage im Aktienrecht, da es mit einer strengen Neutralitätspflicht des Vorstands unter anderem kein genehmigtes Kapital mit Bezugsrechtsausschluss (s. § 203 Abs. 2 Satz 1 AktG) geben dürfte. Andererseits ist die Aufgabe des Vorstands (und seiner Mitglieder) nach § 76 Abs. 1 AktG die Leitung der Gesellschaft. Einwirkungen auf die Aktionärsstruktur sind danach nur dann zulässig, wenn diese auch in dem Gesellschaftsinteresse liegen[23]. Das gilt für alle Maßnahmen und mithin auch für eine von dem Vorstand oder seinen Mitgliedern ausgehende Kommunikation mit dem Ziel, Veränderungen in dem Aktionariat zu befördern oder zu vermeiden. Vor diesem Hintergrund sind Aktionärsbriefe von Vorstandsmitgliedern aktienrechtlich zulässig, wenn es einen vernünftigen gesellschaftsbezogenen Grund für eine entsprechende Ansprache der Aktionäre gibt. Denkbar erscheint bezogen auf Übernahmeprozesse etwa ein Aktionärsbrief in dem Vorfeld eines Übernahmeangebots, wenn Übernahmebestrebungen erkennbar sind und der Vorstand seine Sichtweise zu diesen Bestrebungen darlegen möchte. Auch nach dem Ablauf einer Angebotsfrist könnte sich der Vorstand an die Aktionäre mit einer „Nachlese" zu dem Übernahmeangebot zu Wort melden. Allerdings dürfte der Anreiz hierfür gering sein, da die maßgebliche Entwicklung dann bereits abgeschlossen ist.

Bezogen auf die Angebotsphase eines Übernahmeangebots führen jedoch Überlegungen zu den allgemeinen Äußerungsmöglichkeiten des Vorstands gegenüber den Aktionären nach dem Aktiengesetz nicht weiter. Insoweit gehen die

---

22 Vgl. *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG, 9. Lfg. 11/15, § 28 Rn. 13 ff.; *Hirte*/*Gildehaus*, in: KK-WpÜG, 3. Aufl. 2022, § 28 Rn. 32 ff.

23 Näher *Koch*, AktG, 20. Aufl. 2026, § 76 Rn. 117; *Weber*, in: Hölters/Weber, AktG, 5. Aufl. 2025, § 76 Rn. 44 ff.; *Stephan*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 245.

spezielleren Vorschriften des WpÜG vor[24]. Eine Ansprache von Aktionären durch den Vorstand, die gegen § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG verstößt, kann daher nicht unter Rückgriff auf die Äußerungsmöglichkeiten des Vorstands nach dem Aktiengesetz für zulässig erklärt werden.

III. Fazit für die beiden hier betrachteten Aktionärsbriefe

Das Fazit für beide hier in den Blick genommenen Aktionärsbriefe der Vorsitzenden des Vorstands der Zielgesellschaft vom 18. Mai 2026 und vom 26. Juni 2026 fällt nach alledem eindeutig aus: Beide Vorstandsbriefe liegen innerhalb der Angebotsphase; beide Briefe haben ihren Schwerpunkt in der Empfehlung an die (freien) Aktionäre, das Angebot der Bieterin nicht anzunehmen. Die in den Briefen enthaltenen tatsächlichen Informationen, die gemessen an dem Maßstab des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG unkritisch wären, sind eher geringfügig. Der erste Aktionärsbrief geht nicht über die Informationen hinaus, die in viel ausführlicherer Form in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG vom selben Tag enthalten sind. Der zweite Aktionärsbrief enthält ferner Angaben zu der bis dahin ersichtlichen, eher geringen Annahmequote. Auch diese Tatsachen sind indes eingebettet in die Grundtendenz des zweiten Briefs, die noch unentschlossenen Aktionäre von der Annahme des Angebots abzuhalten. Aber selbst dann, wenn beide Briefe ausführlicher und faktenbasierter gewesen wären, würde dies den jeweils zentralen Appell, das Angebot der Bieterin nicht anzunehmen, nicht ungeschehen machen. Ausnahmen nach § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG, die dies gestatten könnten, sind nicht einschlägig. Beide Briefe verstoßen daher gegen das Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Das schließt auch einen Rückgriff auf eine etwaige aktienrechtliche Möglichkeit zur Äußerung aus, da die Vorschriften des WpÜG in der Angebotsphase vorgehen.

Diese Bewertung im Hinblick auf den ersten Aktionärsbrief ändert sich auch nicht dadurch, dass dieser von dem 18. Mai 2026 datiert. An diesem Tag hat, wie bereits erwähnt, die Zielgesellschaft ihre Stellungnahme nach § 27 WpÜG veröffentlicht, in der sich der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft ebenfalls gegen das Übernahmeangebot der Bieterin ausgesprochen haben. Angesichts dieser zeitlichen Übereinstimmung könnte man erwägen, ob der erste Aktionärsbrief nicht als eine Art komprimierte Zusammenfassung der ausführlichen Stellungnahme, gewissermaßen als leichte Kost für den eiligen Aktionär, ebenfalls nach § 27 WpÜG statthaft ist. Dagegen spricht aber, dass der Aktionärsbrief vom 18. Mai 2026 gerade keine gemeinsame Stellungnahme von Vor-

[24] Hierzu *Koch*, AktG, 20. Aufl. 2026, § 76 Rn. 117.

stand und Aufsichtsrat darstellt, sondern nach der konkreten Ausgestaltung des Briefs die Einschätzung (nur) der Vorsitzenden des Vorstands enthält. Die der Funktion des Aktionärsbriefs geschuldete gedrängte Kürze kann bei dem Leser des Briefs zudem den Eindruck erwecken, dass die vollständige Lektüre der Stellungnahme nach § 27 WpÜG ein eher entbehrlicher Luxus ist, da dessen Kernaussage, die fehlende Attraktivität des Angebots der Bieterin, auf der Hand liege. Damit verstößt der Aktionärsbrief vom 18. Mai 2026 nicht nur gegen das Verhinderungsverbot aus § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG. Er verstößt auch gegen § 27 WpÜG, weil er geeignet ist, die Informationsfunktion dieser gesetzlich vorgesehenen Stellungnahme zu unterlaufen.

IV. Wirkungsgleiche Pressemitteilungen während der Angebotsphase

Ob eine Ansprache der Aktionäre in der Angebotsphase eine beeinflussende Tendenz hat, wird durch den Inhalt der Ansprache bestimmt, nicht durch deren Bezeichnung. Daher können nicht nur angebotskritische Aktionärsbriefe gegen § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG verstoßen, sondern auch wirkungsgleiche Pressemitteilungen. Pressemitteilungen haben zwar kein Mitglied des Vorstands als Erklärenden und Unterzeichner, sondern werden von der Presseabteilung der (Ziel-)Gesellschaft herausgegeben. Auch die Presseabteilung untersteht jedoch der Leitungsverantwortung des Vorstands[25]. Dieser kann daher nicht einwenden, deren Mitteilungen seien ihm unbekannt gewesen oder nicht mit ihm abgestimmt worden. Auch die verbal unterschiedliche Zielrichtung von Aktionärsbriefen und Pressemitteilungen macht keinen entscheidenden Unterschied. Mag sich eine Pressemitteilung zwar in erster Linie tatsächlich an die Presse wenden, können mit ihr jedoch gleichwohl angebotskritische Botschaften verbreitet werden, deren Adressaten nicht nur die Presse oder die allgemeine interessierte Öffentlichkeit sind, sondern auch oder sogar in erster Linie die Aktionäre der Gesellschaft. Greift die Presse die Mitteilung auf, kann darin zudem eine verstärkende Wirkung liegen, die einem Aktionärsbrief als solchem nicht zukommt. Tatsächlich hat die hiesige Zielgesellschaft während der Angebotsphase mehrere Pressemitteilungen herausgegeben, die, neben der Vermittlung aktueller Fakten zu dem Verlauf des Angebotsprozesses, durchweg eine angebotskritische Tendenz verfolgt haben[26]. Kein Aktionär, der diese Mitteilungen unmittelbar oder mittelbar zur Kenntnis genommen hat, wurde damit in seinem Wunsch bestärkt, seine Aktien der Bieterin anzudienen.

---

25 Zur Leitungsverantwortung des Vorstands näher *Weber*, in: Hölters/Weber, 5. Aufl. 2025, § 76 Rn. 8 ff.

26 Vgl. die Nachweise in der Chronologie (Fn. 1).

V. Rechtsfolgen und Sanktionen vorschriftswidriger Aktionärsbriefe

Verstöße gegen das Verhinderungsverbot, auch durch verbotswidrige Aktionärsbriefe, haben für den Vorstand beziehungsweise für die handelnden Vorstandsmitglieder eine ganze Reihe möglicher Folgen, die hier nur angedeutet werden können[27]. Zunächst liegt in einem verbotswidrigen Aktionärsbrief eine Verletzung der Legalitätspflicht[28], die bei der Entlastung eine Rolle spielen kann. Ferner werden Schadensersatzansprüche der Gesellschaft und auch des Bieters in dem Fall der verbotswidrigen Angebotsabwehr sowie Unterlassungsansprüche der Aktionäre für möglich gehalten. Für ein genaues Durchleuchten der zivil- und gesellschaftsrechtlichen Implikationen ist hier kein Raum; auch das praktische Bedürfnis hierfür erscheint eher gering: Gelingt dem Vorstand die Abwehr des „feindlichen" Angebots, dürfte die begleitende Aktionärsansprache, verboten oder nicht, alsbald dem Vergessen anheimfallen. Misslingt die Abwehr, dürfte das weitere Schicksal der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats von anderen Umständen bestimmt werden als von einer möglicherweise zu forschen Ansprache der Aktionäre.

Ein Verstoß gegen das Verhinderungsverbot hat ferner in mehrfacher Hinsicht eine öffentlich-rechtliche Sanktionsdimension. Zum einen handelt es sich um eine Ordnungswidrigkeit. Nach § 60 Abs. 1 Nr. 8 WpÜG handelt ordnungswidrig, wer vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG eine der dort genannten Handlungen vornimmt. Die Ordnungswidrigkeit kann nach § 60 Abs. 3 WpÜG mit einer Geldbuße von bis zu fünf Millionen Euro geahndet werden, in den Fällen des § 60 Abs. 4 WpÜG liegt der Bußgeldrahmen noch höher. Zuständige Verwaltungsbehörde für die Verfolgung und Ahndung von Ordnungswidrigkeiten ist die BaFin, §§ 4, 61 WpÜG. Das dadurch aufgebaute Sanktionsrisiko ist daher nicht gering. Allerdings dürfte nach dem derzeitigen Stand der Diskussion in dem Schrifttum, das die Meinungsfreiheit der Zielgesellschaft auch während der „heißen Phase" von Übernahmeprozessen überwiegend hochhält, der Vorwurf von Vorsatz oder auch nur von Leichtfertigkeit eher nicht berechtigt sein. Zum anderen wird teilweise eine Befugnis der BaFin angenommen, gegen § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG verstoßende Abwehrmaßnahmen

---

27 Näher hierzu *Schlitt*/*Biller*, in: MüKo/AktG, 6. Aufl. 2024, § 33 WpÜG Rn. 241 ff.; *Stephan*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 299 ff.

28 Ausführlich hierzu etwa *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts, 2006, Rn. 4 ff.; *Koch*, AktG, 20. Aufl. 2026, § 93 Rn. 9 ff.

nach § 4 Abs. 1 WpÜG zu unterbinden[29]. Für den hier betrachteten Bereich angebotskritischer Aktionärsbriefe kommt aber, wie bereits angesprochen, eher § 28 WpÜG als Untersagungsgrundlage in Betracht. Ausgehend von der hier vertretenen Auffassung kann in der Verbotswidrigkeit eines Aktionärsbriefs (und erst recht mehrerer) ein „Missstand“ im Sinne der Vorschrift liegen. Angesichts der derzeitigen Meinungslage in dem Schrifttum ist aber auch dieses Eingriffsrisiko gegenwärtig eher theoretisch.

VI. Klarstellung durch den Gesetzgeber

Dies leitet über zu einem rechtspolitischen Petitum. Auch wenn die Vorschriften des WpÜG nicht dem Vorwurf einer mangelnden Detaillierung ausgesetzt sind und daher eher Zurückhaltung bei der Anregung von weiteren Regeln geboten erscheint, wäre eine Klarstellung des Gesetzgebers wünschenswert, welche und wie viel Ansprache der Aktionäre durch den Vorstand der Zielgesellschaft er während der Angebotsphase zulassen möchte. Diese Klarheit kann die hier entwickelte systematische Interpretation des Zusammenwirkens der §§ 27, 33 WpÜG allein nicht bieten. Letztlich geht es um die Verteilung der Meinungsmacht in dem Übernahmeprozess. Klarheit ist hier besonders wichtig. Der vorliegend betrachtete Übernahmeprozess zeigt exemplarisch, dass die Unternehmenskommunikation der beteiligten Gesellschaften gegenüber den Aktionären in dieser Phase noch wichtiger ist als während des gewöhnlichen Laufs der Unternehmenstätigkeit. Es sollte daher klargestellt werden, dass sich die Zielgesellschaft, deren Vorstand und einzelne seiner Mitglieder (wie auch der Aufsichtsrat) nach der Stellungnahme nach § 27 WpÜG weiterer Ansprache der Aktionäre zu enthalten haben, die das Ziel hat, die Annahmeentscheidung der Aktionäre zu beeinflussen. Das gilt umso mehr, als Fälle aus diesem Bereich die (höchst-)richterliche Rechtsprechung kaum erreichen und daher mit einer klarstellenden Rechtsfortbildung durch die Zivilgerichte nicht zu rechnen ist.

VII. Ergebnisse

Vorstandsbriefe und wirkungsgleiche Pressemitteilungen während der Dauer der Angebotsphase mit dem Ziel, die Aktionäre von der Annahme des Angebots abzuhalten, sind unzulässig. Eine Klarstellung des Gesetzgebers, ob er dies auch so sieht, wäre angesichts der Bedeutung der Unternehmenskommunikation während der Dauer von Übernahmeprozessen aus Gründen der Rechtssicherheit wünschenswert. Vorstandsmitglieder von Zielgesellschaften sollten sicher beur-

[29] Zum Meinungsstand näher *Stephan*, in: Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, 4. Aufl. 2024, § 33 Rn. 322 m.w.N.

teilen können, ob und wann es für sie an der Zeit ist, mit ihren Aktionären in Kontakt zu treten – und wann nicht.