

MICHAEL SCHUSTER

Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften –

Abwehrstrategien des Vorstandes
der Zielgesellschaft

Juristische Reihe **TENEA** / www.jurawelt.com Bd. 53



Michael Schuster Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften

53

Juristische Reihe
TENEA / www.jurawelt.com



TENEA

Nach Untersuchung des Marktes für Unternehmenskontrolle und Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes wird eine deutliche Zunahme an feindlichen Übernahmen in Deutschland prognostiziert.

Es wird dann eine Leitlinie der Rechte und Pflichten des Vorstandes einer deutschen Ziel-Aktiengesellschaft im Umfeld eines feindlichen Übernahmeversuches entworfen. Einbezogen ist dabei neben der reaktiven Abwehrsituation auch die Präventionsphase. Grundlage für die Untersuchung ist geltendes Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Das so gefundene Ergebnis wird gemessen am Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).

Schließlich werden sämtliche denkbaren Abwehrmaßnahmen für den Vorstand der Zielgesellschaft handbuchartig dargestellt und auf ihre rechtliche Zulässigkeit und praktische Durchführbarkeit hin überprüft. Die Einzelmaßnahmen werden zunächst in ein präventives und ein reaktives Abwehrszenario unterteilt. Die Anordnung der einzelnen Maßnahmen folgt der Perspektive eines potentiellen »Angreifers«. Der Weg zur Kontrolle über die Zielgesellschaft entspricht bildlich dem Überwinden dreier Schwellen in Form konzentrischer Kreise von außen nach innen (dargestellt anhand eines graphischen Kreismodelles). Im Zentrum befindet sich dabei der Vorstand der Zielgesellschaft. Die für den Bieter zu überwindenden Schwellen (Mitgliedschaft, Kontrolle in der Hauptversammlung, Kontrolle des Aufsichtsrates und Vorstandes) bilden für den Vorstand der Zielgesellschaft drei Ansatzflächen für mögliche Abwehrmaßnahmen. Potentielle Abwehrmaßnahmen sind weiter untergliedert in solche, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können und solche, die nur mit Billigung der Hauptversammlung eingesetzt werden dürfen. In Kombination mit der Unterteilung in präventive und reaktive Maßnahmen läßt sich der Kreis in vier Sektoren aufteilen. Aufgrund Einordnung sämtlicher Verteidigungsmaßnahmen in das Kreismodell werden Erkenntnisse gewonnen, inwieweit bei feindlichen Übernahmeversuchen tatsächlich diskretionäre Handlungsspielräume des Vorstandes der Zielgesellschaft bestehen. Man gewinnt nicht nur einen Überblick darüber, ob und gegebenenfalls welche Verteidigungsmaßnahmen im reaktiven bzw. präventiven Bereich durchführbar sind, sondern es ist gleichzeitig ablesbar, ob die jeweiligen Maßnahmen eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen oder autonom durch den Vorstand implementiert werden können und insoweit unkontrollierte Handlungsspielräume bestehen. Für die Beurteilung eines etwaigen Regelungsbedürfnisses der aufgedeckten diskretionären Handlungsspielräume hat die Anordnung der tatsächlich und rechtlich möglichen Maßnahmen innerhalb der Ringe des Kreismodelles zusätzlichen Erkenntniswert.

Das festgestellte Ergebnis wird gemessen am Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), wobei schlußendlich sowohl Regelungsbedürfnis als auch Regelungswirkung in Frage gestellt werden.

Michael J. Schuster war nach dem Studium der Rechtswissenschaften an den Universitäten München und Augsburg wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg. Während des Rechtsreferendariats war er Stagiaire bei der Investmentbank Lazard und Co. in Frankfurt/Main und übte eine Beratungstätigkeit für eine amerikanische Unternehmensberatung aus. Im Anschluß daran war er wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der RWTH Aachen und promovierte dort zum Dr. rer. pol. Nunmehr ist er tätig für das Institut für Wirtschaftsberatung IfW-Niggemann mit Schwerpunkt im Bereich M&A und Sanierung sowie als Lehrbeauftragter an der Fachhochschule München.



TENEA



Tenea (ἡ Τενέα), Dorf im Gebiet von Korinth an einem der Wege in die → Argolis, etwas s. des h. Chiliomodi. Sehr geringe Reste. Kult des Apollon Teneates. T. galt im Alt. sprichwörtl. als glücklich, wohl wegen der Kleinheit [...]
Aus: K. Ziegler, W. Sontheimer u. H. Gärtner (eds.): *Der Kleine Pauly*. Lexikon der Antike. Bd. 5, Sp. 585. München (Deutscher Taschenbuch Verlag), 1979.

MICHAEL SCHUSTER

Feindliche Übernahmen
deutscher Aktiengesellschaften –

Abwehrstrategien des Vorstandes der Zielgesellschaft

TENEA

The logo for TENEA features the word 'TENEA' in a red, serif font. Below the text are two horizontal black lines that meet at a central point, forming a downward-pointing chevron shape.

Michael Schuster:

Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften –
Abwehrstrategien des Vorstandes der Zielgesellschaft

(Juristische Reihe TENEA/www.jurawelt.com; Bd. 53)

Zugleich Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen
Dissertation 2002

Gedruckt auf holzfreiem, säurefreiem,
alterungsbeständigem Papier

© TENEA Verlag für Medien
Berlin 2003

Alle Rechte vorbehalten. All rights reserved.

Layout und Satz:

Azurmedia, Augsburg

www.azurmedia.de

Digitaldruck und Bindung:

Polyprint GmbH · 12489 Berlin

Umschlaggestaltung: nach Roland Angst, München

TENEA-Graphik: Walter Raabe, Berlin

Printed in Germany 2003

ISBN 3-86504-037-3

Meinen Eltern

Barbara Rosina und Josef Schuster

Vorwort

Die Arbeit hat der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule (RWTH) Aachen im Sommersemester 2002 als Dissertation vorgelegen. Mein Doktorvater, Herr Professor Dr. iur. Christian Huber, Mag. rer. soc. oec. hat mich während meines gesamten Promotionsvorhabens begleitet und allzeit umfassend unterstützt. Hierfür danke ich sehr herzlich. Während dieser Zeit war ich gleichzeitig als sein wissenschaftlicher Mitarbeiter und Assistent an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät tätig. Herr Professor Dr. rer. pol. Hartwig Steffenhagen hat die Erstellung des Zweitgutachtens übernommen. Danken möchte ich ganz besonders Herrn Professor Dr. Dr. hc. Marcus Lutter, der mir sowohl zu Beginn meiner Beschäftigung mit dem Thema als auch im Laufe der Fertigstellung äußerst großzügig wertvolle Anregungen und Hilfestellungen gegeben hat.

Dank sagen möchte ich schließlich auch all denen, die mich im Übrigen unterstützt haben, vor allem meiner Familie.

Augsburg, im November 2003

Michael J. Schuster

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Glossar	XXIX
§ 1 Einleitung	1
A. Die wachsende Bedeutung „feindlicher Übernahmen“ in Deutschland	1
B. Gang und Ziele der Untersuchung	3
§ 2 Der Markt für Unternehmenskontrolle und feindliche Übernahmen.....	13
A. Begriffe	13
B. Die Zielgesellschaft: Indikatoren und Erkennungsmerkmale.....	18
C. Verfahren des Erwerbs einer Anteilsmehrheit.....	25
D. Die rechtlichen Parameter einer feindlichen Übernahme deutscher Zielgesellschaften	32
E. Der Markt für feindliche Unternehmensübernahmen in Deutschland	64
§ 3 Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft im Umfeld eines feindlichen Übernahmeangebotes – Position zur Frage eines Neutralitätsgebotes	91
A. Die widerstreitenden Interessengruppen	91
B. Auflösung des Interessenkonfliktes	102
C. Ergebnis	124
§ 4 Abwehrstrategiemeasures und positive Vorstandspflichten.....	125
A. Prävention	130
B. Reaktionen / Ad-hoc-Maßnahmen.....	273
C. Ergebnis	319
§ 5 Zusammenfassende Thesen	347
A. Zu § 2 (Der Markt für Unternehmenskontrolle und feindliche Übernahmen)	347
B. Zu § 3 (Zum Neutralitätsgebot für den Vorstand der Zielgesellschaft).....	349
C. Zu § 4 (Abwehrstrategiemeasures und positive Vorstandspflichten)	351
Schriftumsverzeichnis.....	359

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XXIII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Glossar	XXIX
§ 1 Einleitung	1
A. Die wachsende Bedeutung „feindlicher Übernahmen“ in Deutschland	1
B. Gang und Ziele der Untersuchung	3
I. Feindliche Übernahmen in Deutschland?	3
II. Das konkrete Gefährdungspotential von Aktiengesellschaften	4
III. Leitlinie der Rechte und Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft	4
IV. Rechtliche Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen	5
1. Die Perspektive des Vorstandes der Zielgesellschaft	5
2. Der Weg zur Kontrolle über die Zielgesellschaft: Modell der konzentrischen Kreise	5
3. Aufdeckung diskretionärer Handlungsspielräume des Vorstandes	9
V. Zusammenfassung/Ziele der Untersuchung	12
§ 2 Der Markt für Unternehmenskontrolle und feindliche Übernahmen	13
A. Begriffe	13
I. Der Tatbestand der Unternehmensübernahme und der Markt für Unternehmen	13
II. Der Markt für Unternehmenskontrolle	15
III. Feindliche Übernahmen	17
IV. Abwehrmaßnahmen	18
B. Die Zielgesellschaft: Indikatoren und Erkennungsmerkmale	18
I. Allgemeine Akquisitionsmotive und Auswahlkriterien	20
1. Börsenkapitalisierung versus wahrer Wert des Unternehmens	20
2. Strategische Motive, insbesondere Sicherung von Marktanteilen	21
3. Außergewöhnliche Unternehmenspolitiken	22
II. Konjunkturelle Einflußfaktoren	22
1. Große Nachfrage auf dem Markt für Unternehmenskontrolle	22
2. Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen	23
III. Kontrollmöglichkeiten eines Gesellschafterwechsels seitens des Leitungsorgans	23
C. Verfahren des Erwerbs einer Anteilsmehrheit	25
I. Die „freundliche“ Anfrage: „Casual Pass“ und „Bear Hug“	25
II. Kauf von Anteilen über die Börse („open market purchases“)	26
III. Paketkäufe	28
IV. Öffentliches Übernahmeangebot („Tender Offer“)	28
V. Proxy Fight	30

D. Die rechtlichen Parameter einer feindlichen Übernahme deutscher Zielgesellschaften.....	32
I. Übernahmeregelungen.....	32
1. Historischer Exkurs: Der Übernahmekodex.....	32
2. Übernahmerichtlinie der EU.....	36
3. Das deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).....	38
a) Entstehungsgeschichte und Motive des WpÜG.....	38
b) Die wesentlichen Regelungsgehalte des WpÜG für den Bieter, insbesondere die Anforderungen an öffentliche Angebote.....	41
aa) Allgemeine Grundsätze, § 3 WpÜG.....	41
bb) Anwendungsbereich des WpÜG: Deutsche Zielgesellschaften mit europäischer Börsenzulassung.....	42
cc) Form, Fristen und inhaltliche Anforderungen an ein Angebot.....	42
dd) Mitteilung des Bieters über Stimmrechtsanteile am Zielunternehmen nach Abgabe des Angebotes („Wasserstandsmeldungen im Angebotsverfahren“).....	44
ee) Abgabe eines Pflichtangebots.....	45
ff) Angemessene Gegenleistung des Bieters.....	45
gg) Aufsicht über die Werbung durch die BaFin.....	46
hh) Verfahrensaufsicht durch die BaFin, Abschnitt 2 (§§ 4-9) des WpÜG, und Rechtsmittel, Abschnitte 6 und 7 (§§ 40-58) des WpÜG.....	47
c) Exkurs: Vergleich mit den Regelungen des Übernahmekodex und dessen Anforderungen an öffentliche Angebote.....	47
d) Ausschluß von Minderheitsaktionären (Squeeze Out).....	48
e) Verhaltenspflichten und zulässige Abwehrmaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft nach WpÜG.....	49
aa) Stellungnahme des Vorstandes der Zielgesellschaft.....	49
bb) Zulässige Abwehrmaßnahmen des Vorstandes.....	50
cc) Exkurs: Vergleich mit den Regelungen des Übernahmekodex.....	53
f) Zusammenfassung: Auswirkungen der geänderten Rechtslage mit Inkrafttreten des neuen WpÜG auf feindliche Übernahmeveruche und die Abwehrstrategien des Vorstandes der Zielgesellschaft.....	53
II. Einschlägige Vorschriften des Aktienrechts.....	55
1. Zwingende Zuständigkeitsverteilung.....	55
2. Abwehrstrategien des Vorstandes.....	56
3. Ordnungswidrigkeiten.....	57
III. Publizitätsvorschriften.....	57
1. Aktienrecht und Kapitalmarktrecht.....	57
2. Handelsrecht.....	59
3. Sonstige Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten.....	60
IV. Kartellrecht und Fusionskontrolle.....	60
V. Mitbestimmungsrecht.....	61
VI. Zusammenfassung.....	63
E. Der Markt für feindliche Unternehmensübernahmen in Deutschland.....	64
I. Bestandsaufnahme: Feindliche Übernahmen in Deutschland.....	64
1. Allgemeine Übernahmesituation und abgegebene öffentliche Übernahmeangebote in Deutschland.....	65
2. Ursachen für die bislang geringe Bedeutung feindlicher Übernahmen deutscher Zielgesellschaften.....	66
a) Die Bankenstruktur in Deutschland.....	66

b) Das deutsche Gesellschaftsrecht	68
c) Arbeitsrecht, insbesondere Mitbestimmungsrecht	69
d) Marktstrukturelle Übernahmehindernisse	69
e) Gesellschaftlich breite Ablehnung in Deutschland	72
II. Das Marktvolumen: Vorhandene Publikumsgesellschaften in Deutschland	72
1. Entwicklung in jüngerer Vergangenheit und status quo	72
a) Aktiengesellschaften und Börsennotierungen	72
b) Publikumsgesellschaften	74
2. Zukünftige Entwicklung	75
a) Aktiengesellschaften und Börsennotierungen	75
b) Publikumsgesellschaften	77
III. Die potentiellen Adressaten feindlicher Übernahmeangebote – oder: Wer hält die Stammaktien deutscher Aktiengesellschaften?	78
1. Institutionelle Anleger	79
a) Die Fondsgesellschaften als Kapitalsammelstellen	79
b) Banken und Versicherungen sowie Industriegesellschaften	79
2. Das breite Publikum als Aktionär	81
a) Status quo: Aktienerwerb in Deutschland noch wenig verbreitet	81
b) Gründe für eine weitere Zunahme der Geldanlage in Aktien	82
IV. Die Nachfrageseite: Bieter auf dem deutschen Markt	86
V. Ergebnis und Ausblick: Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Deutschland und die Auswirkungen auf die künftige Frequenz feindlicher Übernahmen in Deutschland	87
§ 3 Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft im Umfeld eines feindlichen Übernahmeangebotes – Position zur Frage eines Neutralitätsgebotes	91
A. Die widerstreitenden Interessengruppen	91
I. Der Vorstand im Kern des Spannungsfeldes	91
II. Die übrigen Interessengruppen im einzelnen	94
1. Die Sphäre der Zielgesellschaft	94
a) Die Aktionäre der Zielgesellschaft	94
aa) Interessenlage	95
bb) Die Auswirkungen eines Übernahmeangebotes auf die Interessen der Aktionäre nach empirischen Erhebungen	95
b) Die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft	97
aa) Das Management der Zielgesellschaft (unterhalb des Vorstandes)	97
bb) Die sonstigen Mitarbeiter des Unternehmens	97
c) Der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft	98
d) Die Gläubiger der Zielgesellschaft	99
2. Die Bietersphäre	99
a) Die Handlungsorgane der Bietergesellschaft	99
b) Die Aktionäre der Bietergesellschaft	99
c) Die Arbeitnehmer und Gläubiger der Bietergesellschaft	100
d) Zusammenfassung	100
3. Öffentliche Interessen	100
III. Zusammenfassung des Konfliktes	101
B. Auflösung des Interessenkonfliktes	102
I. Informationspflicht	103
II. Neutralitätspflicht	105
1. Bisheriger Meinungsstand	105
a) Grundsatz	105

b) Reichweite der Neutralitätspflicht	106
aa) Totale Enthaltung	106
bb) Ausnahmen bei Gefahr der Schädigung der Gesellschaft.....	108
2. Eigene Stellungnahme	108
a) Plädoyer für eine einheitliche Regelung der Neutralitätsfrage für den präventiven und reaktiven Bereich.....	108
b) Unvereinbarkeit einer Neutralitätspflicht mit dem berechtigten Interesse am Fortbestand der Unternehmensidee und der Kontinuität der Leitungsmacht	110
aa) Keine <i>pauschale</i> Ablehnung einer Neutralitätspflicht des Vorstandes	110
bb) Der Vorstand als Wahrer des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses	111
cc) Inhalt und Umfang des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses	112
dd) Bestandsschutz und Fortbestand der „Unternehmensidee“ als Bestandteil des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses	113
c) Unvereinbarkeit eines Neutralitätsgebotes mit der zwingenden Zuständigkeitsverteilung des Aktiengesetzes.....	114
d) Keine Zuständigkeit der Hauptversammlung nach „Holzmüller“	117
e) Fremddorganschaft, Neutralitätspflicht und Kompetenzmißbrauch des Vorstandes	119
f) Höhere Rechtssicherheit.....	120
g) Keine Auswahl der eigenen Herren	121
h) Vermeidung einer Ungleichbehandlung von freundlichen und feindlichen Übernahmen	121
i) Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und die These von den Disziplinierungsmechanismen für das Management.....	122
aa) Das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle.....	122
bb) Kontrollmöglichkeiten, Anreizsysteme und Disziplinierungsmechanismen	122
cc) Auswirkungen auf die Frage einer Neutralitätspflicht	123
C. Ergebnis.....	124
§ 4 Abwehrstrategiemeasures und positive Vorstandspflichten	125
A. Prävention	130
I. Der Zeitraum des Präventionsbereiches und positive Handlungspflichten des Vorstandes.....	130
II. Vorteile und Zwänge präventiver Maßnahmen in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht	131
1. Der Begriff der „Präventivmaßnahmen“ und die Abgrenzung zu „reaktiven“ oder „Ad-hoc-Maßnahmen“	131
a) Kriterien des Übernahme- und Kapitalmarktrechts	131
b) Aktienrechtliche, rechtstatsächliche sowie betriebswirtschaftliche Aspekte.....	132
2. Ergebnis: Der ideale Zeitpunkt für die Implementierung präventiver Maßnahmen.....	133
III. Vorkehrungen, die eines Beschlusses der Hauptversammlung bedürfen	134
1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft limitieren	134
a) Maßnahmen, die eine freie Übertragbarkeit von Anteilen an der Gesellschaft verhindern.....	134
aa) Namensaktien und Vinkulierung, § 68 AktG	135

(1) Erläuterung und Wirkungsweise	135
(a) Inhaberaktien und Namensaktien	135
(b) Die Vinkulierung	137
(2) Praktische Bedeutung	138
(3) Implementierung	140
(4) Die Zustimmung zur Übertragung: Rechtsfolgen und zulässige Verweigerungsgründe	141
(a) Satzung enthält keine bestimmten Verweigerungsgründe	142
(b) Satzung enthält bestimmte Verweigerungsgründe, (zwingende) Zustimmungserfordernisse oder Ausnahmen vom Zustimmungserfordernis	145
(aa) Verweigerungsgründe	145
(bb) Zustimmungserfordernisse	146
(cc) Ausnahmen vom Zustimmungserfordernis	147
(c) Durchsetzung des Anspruches auf Zustimmung und Schadensersatzansprüche bei rechtswidriger Zustimmungserfordernisse	147
(5) Umgehungsmöglichkeiten	148
(a) Umgehung durch Stimmbindungsverträge	149
(b) Umgehung durch Stimmrechtsvollmachten	151
(c) Rechtliche Auswirkungen von Umgehungstatbeständen auf Hauptversammlungsbeschlüsse	151
(6) Nachteile und zusammenfassende Bewertung der Maßnahme	152
bb) Schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen (inklusive von Vorkaufsrechten oder Vereinbarung von Andienungspflichten)	154
(1) Wirkungsweise und Anwendungsbereich	154
(2) Praktische Bedeutung	156
(3) Schwachstellen und Bewertung der Maßnahme	156
b) Maßnahmen, die an den Motiven zum Erwerb von Anteilen an der Gesellschaft ansetzen	157
aa) Veräußerung von Gesellschaftsvermögen	157
(1) Wirkungsweise der Maßnahme	157
(2) Implementierung	158
(a) Veräußerung des „gesamten“ Gesellschaftsvermögens	158
(b) Ausgliederung wesentlicher Unternehmensteile; besonders starker Eingriff in die Mitgliedsrechte der Aktionäre	159
(3) Materiell-rechtliche Voraussetzungen	160
(4) Ausgestaltung als Kaufvertrag mit Rückkaufoption oder Vereinbarung einer Kaufoption unter festgelegten Bedingungen	160
(5) Bewertung der Maßnahme	161
bb) Abfindungszahlungen (Golden Parachutes) für Mitglieder des Aufsichtsrates	161
cc) Zwangseinziehung von Aktien, § 237 I 2, II 2 AktG	162
(1) Prinzip und Wirkungsweise	162
(2) Materiell-rechtliche Voraussetzungen	163
(3) Anforderungen an den zur Zwangseinziehung anordnenden Hauptversammlungsbeschuß	164
(4) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Ergebnis	165
dd) Bindung der Gesellschaft an freundliche Dritte durch Unternehmensverträge	166

(1) Zustandekommen von Unternehmensverträgen	166
(2) Reversibilität unternehmensvertraglicher Verpflichtungen.....	166
(a) Aufhebung.....	166
(b) Änderung	167
(c) Kündigung.....	167
(3) Zusammenfassende Bewertung	167
ee) Verringerung der Attraktivität der Zielgesellschaft durch Erschwerung der Kontrollübernahme in den Organen (Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand)	168
c) Maßnahmen, welche einen „unkontrollierten“ Erwerb von Gesellschaftsanteilen unmöglich machen; Modifikation der Gesellschaftsformspezifika	168
aa) Ausgabe von Genußscheinen zur Eigenkapitalausstattung	168
bb) Ausverkauf und Auflösung der Gesellschaft (Scorched Earth und Corporate Suicide).....	169
cc) Delisting und Rechtsformwechsel.....	170
dd) Reinkorporierung in einem anderen Staat mit abwehrfreundlicherem Gesellschafts- und Übernahmerecht.....	172
2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung limitieren.....	172
a) Modifikationen des Stimmrechts	173
aa) Modifizierung der Mehrheitserfordernisse für die Beschlußfassung in der Hauptversammlung, § 133 AktG	173
(1) Wirkungsweise der Maßnahme	173
(2) Implementierung.....	174
(3) Nachteile und Bewertung der Maßnahme	174
bb) Mehrstimmrechtsaktien, § 12 II AktG	174
(1) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise	174
(2) Implementierung.....	175
(3) Praktische Bedeutung	176
(4) Umgehungsmöglichkeit und Schwachstellen.....	176
cc) Höchststimmrechte, § 134 I AktG.....	177
(1) Prinzip und Wirkungsweise.....	177
(2) Praktische Bedeutung	178
(3) Implementierung.....	180
(4) Umgehungsmöglichkeiten und Schwachstellen	181
(a) Schwachstellen.....	181
(b) Nebenwirkungen.....	182
(c) Umgehung durch Abstimmungsvereinbarungen	182
(d) Umgehung mittels Stimmrechtsausübung durch Bevollmächtigte	182
(e) Sanktionen bei Verletzung von Stimmrechtsbeschränkungen.....	183
(5) Gesamtbewertung	183
dd) Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien	184
(1) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise	184
(2) Implementierung.....	185
(3) Praktische Bedeutung	186
(4) Schwachstellen und Gesamtbewertung der Maßnahme	186
b) Veränderung der Kapitalstruktur	187
aa) Kapitalerhöhungsmaßnahmen	187

(1) Ordentliche Kapitalerhöhung gegen Einlagen, §§ 182, 186 AktG	187
(a) Prinzip und Wirkungsweise als Abwehrinstrument	187
(b) Implementierung	188
(c) Der Ausschluß des Bezugsrechtes	189
(d) Vorstandsbericht	190
(e) Materielle Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses	190
(aa) Anwendbarkeit der Grundsätze aus „Siemens/Nold“ auf die reguläre Kapitalerhöhung	191
(bb) Anwendbarkeit der Grundsätze aus „Siemens/Nold“ auf eine Barkapitalerhöhung	193
(cc) Zwischenergebnis	194
(f) Maßnahmen zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“	194
(aa) Abhängigkeit und Konzernierung	196
(bb) Vernichtung der Gesellschaft	197
(cc) Überfremdung	198
(dd) Plädoyer für eine generelle Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Abwehr einer unerwünschten Beteiligung	198
(g) „Vereinfachter Bezugsrechtsausschluß“ gemäß § 186 III 4 AktG	200
(h) Ausgabebetrag	201
(i) Schwachstellen und Zusammenfassung	202
(2) Bereitstellung und Ausgabe genehmigten Kapitals unter Ausschluß des Bezugsrechts (§§ 202, 203 AktG i.V.m. §§ 182, 186 AktG)	205
(a) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise	205
(b) Implementierung und formelle Voraussetzungen	205
(c) Der Vorstandsbericht	206
(d) Sachliche Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses	208
(e) „Vereinfachter Bezugsrechtsausschluß“ beim genehmigten Kapital	210
(f) Ausgabebetrag	210
(g) Ergebnis	211
(3) Ausgabe von Options- und Wandelanleihen (Schuldverschreibungen) an befreundete Investoren unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre nach § 221 I, IV i.V.m. § 186 III AktG	212
(a) Begriffsklärung	212
(b) Prinzip und Wirkungsweise	212
(c) Implementierung und materiell-rechtliche Voraussetzungen	213
(d) Schwachstellen und zusammenfassende Bewertung	215
bb) Ausgabe von Arbeitnehmeraktien und Aktienoptionsprogramme	216
(1) Wirkungsweise der Maßnahme	216
(2) Implementierung	216
(3) Zusammenfassung und Bewertung der Maßnahme	219
cc) Ermächtigung des Vorstandes zum Erwerb eigener Aktien für die Gesellschaft, § 71 AktG	220
(1) Wirkungsweise der Maßnahme	220
(2) Verfahren des Erwerbs und der (Wieder-)Veräußerung	221

(3) Als Abwehrmethode geeignete Fallgruppen des § 71 I AktG und deren materiell-rechtliche Voraussetzungen	222
(4) Der Ermächtigungsbeschlusses gemäß § 71 I Nr. 8 AktG und seine materiell-rechtlichen Voraussetzungen	223
(5) Schranken des Volumens zulässigen Erwerbs gemäß § 71 II AktG	224
(6) Pflichten des Vorstandes bei und nach dem Erwerb	225
(7) Rechtsfolgen im Falle unzulässigen Erwerbs eigener Aktien (§ 71 IV AktG).....	225
(8) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Gesamtbewertung	226
c) Gründung einer Sicherungs-GmbH	227
aa) Prinzip und Wirkungsweise.....	227
bb) Konstruktion der GmbH im einzelnen	227
cc) Zustimmung der Hauptversammlung	229
dd) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Gesamtbewertung	229
d) Veränderung der erforderlichen Kapitalmehrheiten für Hauptversammlungsbeschlüsse.....	230
aa) Erhöhung der Majoritätsschwelle in der Hauptversammlung für Satzungsänderungen (Supermajority Provisions), § 179 II AktG.....	230
(1) Reichweite und Grenzen der Satzungsautonomie	231
(2) Weitere, über die Kapitalmehrheit hinausgehende Erfordernisse, § 179 II 3 AktG.....	231
bb) Abschluß von Unternehmensverträgen: Erhöhung der Majoritätsschwelle für den Zustimmungsbeschluß der Hauptversammlung, § 293 I AktG	232
(1) Prinzip und Wirkungsweise.....	232
(2) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten	232
cc) Regelungen für Verschmelzungen und Eingliederungen	233
(1) Verschmelzung (§§ 2 ff., 60 ff. UmwG)	233
(2) Eingliederung (§§ 319 ff. AktG)	233
(3) „Fair-Price-Regelungen“?	233
dd) Ergebnis	234
3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern....	234
a) Allgemein: Besetzungsstrategien für den Aufsichtsrat und Vorstand	234
b) Aufsichtsrat.....	235
aa) Qualifizierte Mehrheit für die Abwahl	235
bb) Wahlmodus für die Wahl der Aufsichtsräte in der Hauptversammlung, § 133 AktG	237
cc) Festlegung einer Höchstzahl der Aufsichtsratsmitglieder	237
dd) Staffelung der Amtszeiten (Staggered Board)	238
(1) Wirkungsweise der Maßnahme	238
(2) Implementierung.....	239
ee) Entsendungsrechte einzelner Aktionäre, § 101 II AktG.....	239
ff) Festschreibung besonderer persönlicher Voraussetzungen für Aufsichtsratsmitglieder	240
gg) Zwischenergebnis: Besetzungsstrategien für den Aufsichtsrat.....	240
c) Vorstand.....	241
aa) Modifizierung der Mehrheitserfordernisse für Beschlüsse des Aufsichtsrates	242

bb) Abberufung der Vorstandsmitglieder, § 84 I AktG	242
cc) Festlegung der Zahl der Vorstandsmitglieder und Vetorechte einzelner Vorstandsmitglieder	243
d) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Gesamtbewertung	244
IV. Vorkehrungen, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können	245
1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft limitieren	245
a) Kurspflege, Stimulierung des Aktienkurses durch Investor Relations (IR)	245
aa) Technische Möglichkeiten der Kurspflege	245
bb) Investor Relations	245
cc) Kritische Bewertung und Zusammenfassung	247
b) Langfristige Bindung von Gesellschaftsmitteln für konkrete Unternehmungen	248
c) Kartellrechtlich relevanter Zukauf einer Konkurrenzfirma	249
aa) Exkurs: Einflußnahme auf das Fusionskontrollverfahren	249
bb) Verteidigungseffekt eines Zukaufes	249
cc) Umgehungsmöglichkeiten und Schwachstellen	250
dd) Ergebnis	251
d) Stillhalteabkommen mit potentiellen feindlichen Bietern (sog. Standstill Agreement)	251
e) Sonderabfindungen für das Management im Übernahmefall (sog. Golden Parachutes; Change of Control Employment Agreements)	252
aa) Wirkungsweise der Maßnahme	252
bb) Materiell-rechtliche Zulässigkeit	253
cc) Erforderliche Höhe von Abfindungszusagen mit Abschreckungseffekt	253
dd) Abfindungszahlungen zugunsten des weiteren Senior Managements (sog. „Silver Wheelchairs“) und des mittleren Managements (sog. „Tin Parachutes“).	254
ee) Ergebnis	254
f) Kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen zugunsten der Belegschaft	255
g) Zusammenarbeit mit Investmentbanken und sog. begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen	255
2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung verhindern oder limitieren	257
a) Erwerb eigener Aktien	257
aa) Prinzip und Wirkungsweise sowie Verfahren des Erwerbs und der Wiederveräußerung	257
bb) Rückerwerb zur Abwehr eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens, § 71 I Nr. 1 AktG	258
cc) Belegschaftsaktien, § 71 I Nr. 2 AktG	258
dd) Volumenbegrenzung, Pflichten des Vorstandes bei und nach Erwerb sowie Rechtsfolgen des unzulässigen Rückerwerbs und Gesamtbewertung	259
b) Beteiligungserwerb durch ein befreundetes Unternehmen	259
c) Überkreuzverflechtungen/Wechselseitige Beteiligungen, § 19 AktG	260
aa) Prinzip und Wirkungsweise	260
bb) Implementierung	261
cc) Materiell-rechtliche Zulässigkeit	262
(1) Einfach wechselseitige Beteiligung	262
(2) Rechtsfolgen einfach wechselseitiger Beteiligungen	263

(3) Qualifiziert wechselseitige Beteiligungen	264
(4) Rechtsfolgen qualifiziert wechselseitiger Beteiligungen	264
dd) Zirkulär wechselseitige, sog. ringförmige Beteiligungen	266
ee) Besonderheiten mit ausländischen Unternehmen	266
ff) Zusammenfassende Bewertung	267
d) Abschluß von Stimmbindungsverträgen	269
aa) Wirkungsweise und rechtliche Zulässigkeit	269
bb) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten	270
cc) Ergebnis	272
3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern ...	272
a) Vornahme managementspezifischer Investitionen und Verfolgung komplexer Strategien	272
b) Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder	272
B. Reaktionen / Ad-hoc-Maßnahmen	273
I. Positive Handlungspflichten des Vorstandes	273
1. Abgabe einer eigenen Stellungnahme des Vorstandes	274
a) Geltendes Gesellschaftsrecht	274
b) Übernahmerecht: § 27 WpÜG	275
2. Abgabe einer Ad-hoc-Mitteilung	276
II. Allgemeine Beurteilung von reaktiven Maßnahmen	276
III. Vorkehrungen, die eines Beschlusses der Hauptversammlung bedürfen	279
1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft verhindern oder limitieren: Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände (sog. „Crown Jewels“)	280
2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung limitieren	281
a) Ermächtigung des Vorstandes zum Rückerwerb eigener Aktien für die Gesellschaft, § 71 AktG	282
b) Ordentliche Kapitalerhöhung gegen Einlagen, §§ 182, 186 AktG	282
aa) Die ordentliche Kapitalerhöhung als Alternative zum genehmigten Kapital?	282
bb) Implementierung	283
cc) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten	284
3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern ...	284
IV. Vorkehrungen, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können	285
1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft verhindern oder limitieren	286
a) Joint Ventures zur Erhöhung der Attraktivität der Gesellschaft für die eigenen Aktionäre im Vergleich zum Angebot des Bieters	286
b) Inaussichtstellung einer Sonderdividende	287
c) Aufdeckung stiller Reserven	287
d) Schaffung kartellrechtlicher und aufsichtsrechtlicher Probleme durch eine sog. Abwehrfusion	288
e) Bindung von Gesellschaftsmitteln für konkrete Unternehmungen	288
f) Zusammenarbeit mit Dritten, insbesondere Marktkäufe Dritter	289
g) Public, Investor und Labor Relations Arbeit durch das Management der Zielgesellschaft	290
aa) Public Relations	290
bb) Political Lobbying	291
cc) Investor Relations	292

dd) Labor Relations.....	293
ee) Zulässigkeit nach WpÜG, insbesondere Verstoß gegen das Werbeverbot gemäß § 28 WpÜG?.....	294
ff) Zusammenfassung.....	294
h) Gewinnung eines Konkurrenzbieters (sog. White Knight).....	295
aa) Prinzip	295
bb) Wirkung und Erfolgsquote	295
cc) Verfahren und Zielgruppe „befreundeter Unternehmen“	296
dd) Zulässigkeit bevorzugter Information befreundeter konkurrierender Bieter.....	297
ee) Mehrheitserwerb bzw. Übernahmeangebot durch die Leitungsorgane und das Management (Management Buy-Out).....	298
ff) Bewertung	298
i) Zivilrechtliche Klage gegen den Bieter (sog. Litigation).....	299
j) Ausbezahlung des Bieters (sog. Greenmailing).....	300
aa) Erläuterung und Wirkungsweise der Maßnahme.....	300
bb) Rechtliche Zulässigkeit und Bewertung der Methode.....	301
2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung limitieren	302
a) „Pac Man“	302
aa) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise.....	302
bb) Zuständigkeit	304
cc) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten.....	304
dd) Ergebnis	305
b) Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	306
aa) Die Entscheidung des Vorstandes.....	306
bb) Die materiell-rechtlichen Voraussetzungen der Vorstandsentscheidung	307
cc) Justitiabilität der Vorstandsentscheidung.....	309
dd) Verfahren und übernahmerechtliche Zulässigkeit.....	310
c) Anregung des Vorstandes der Zielgesellschaft zur Geltendmachung von Wandlungs- und Optionsrechten seitens befreundeter Inhaber von Options- und Wandelanleihen.....	311
d) Rückerwerb eigener Aktien.....	312
aa) Rückerwerb aufgrund Ermächtigung durch die Hauptversammlung, § 71 I Nr. 8 AktG	312
bb) Rückerwerb zur Abwehr eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens, § 71 I Nr. 1 AktG	313
(1) Überfremdung der Zielgesellschaft.....	314
(2) Drohende Liquidation der Gesellschaft oder Schädigungsabsicht eines Übernehmers	316
(3) Ergebnis und Gesamtbewertung	317
e) Zwangseinziehung von Aktien, § 237 AktG	317
f) Abschluß von Stimmbindungsverträgen.....	318
3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern.....	318
C. Ergebnis	319
I. Die einzelnen Verteidigungsmaßnahmen und deren Anordnung in den Sektoren und an den Kreisgrenzen	322
1. Sektor A (Prävention / mit Hauptversammlungsbeschluß).....	322
a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft)	322

aa) Verhinderung einer freien Übertragbarkeit der Gesellschaftsanteile	322
bb) Abbau der Motive zum Erwerb der Gesellschaftsanteile.....	323
cc) Maßnahmen, die einen unkontrollierten Erwerb von Gesellschaftsanteilen gänzlich unmöglich machen.....	324
b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)	324
aa) Modifikationen des Stimmrechts.....	324
bb) Veränderung der Kapitalstruktur	325
cc) Gründung einer Sicherungs-GmbH.....	326
dd) Veränderung der erforderlichen Kapitalmehrheiten für Hauptversammlungsbeschlüsse.....	327
c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)	327
d) Zwischenergebnis: Sektor A.....	328
2. Sektor B (Prävention / ohne Hauptversammlungsbeschluß)	329
a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft).....	329
b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)	330
c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)	331
d) Zwischenergebnis: Sektor B	331
3. Sektor D (Reaktion / mit Hauptversammlungsbeschluß)	332
a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft).....	332
b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)	332
c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)	333
d) Zwischenergebnis: Sektor D.....	333
4. Sektor C (Reaktion / ohne Hauptversammlungsbeschluß)	333
a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft).....	334
b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)	335
c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)	337
d) Zwischenergebnis: Sektor C	337
II. Wertungen anhand des Kreismodelles	340
1. Maßnahmen, die eines (aktuellen) Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen (Sektoren A und D)	340
2. Maßnahmen, die der Vorstand autonom einsetzen kann (Sektoren B und C).....	340
a) Einflußnahme auf die Mitgliedschaft in der Gesellschaft (Schwelle 1 des Kreismodelles).....	341
b) Kontrolle des Einflusses in der Hauptversammlung (Schwelle 2 des Kreismodelles).....	341
c) Einflußnahme auf die Kontrollmöglichkeiten im Aufsichtsrat und Vorstand (Schwelle 3 des Kreismodelles).....	343
III. Grundsätzliches Bedürfnis einer übernahmerechtlichen Regelung und das Regelungsregime des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG).....	343
1. Diskretionäre Handlungsspielräume des Vorstandes der Zielgesellschaft	343
2. Kein Bedürfnis zur Anordnung eines generellen Neutralitätsgebotes für den Vorstand der Zielgesellschaft.....	344
3. Das Regelungsregime des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)	345
§ 5 Zusammenfassende Thesen.....	347
A. Zu § 2 (Der Markt für Unternehmenskontrolle und feindliche Übernahmen).....	347
B. Zu § 3 (Zum Neutralitätsgebot für den Vorstand der Zielgesellschaft)	349
C. Zu § 4 (Abwehrstrategiemaßnahmen und positive Vorstandspflichten).....	351
Schriftumsverzeichnis	359

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Kreismodell	7
Abb. 2:	Kreismodell	8
Abb. 3:	Kreismodell	10
Abb. 4:	Kreismodell	11
Abb. 5:	Kreismodell	128
Abb. 6:	Kreismodell	129
Abb. 7:	Kreismodell	320
Abb. 8:	Kreismodell	321
Abb. 9:	Kreismodell	339

Abkürzungsverzeichnis

a.A., A.A.	anderer Ansicht
abl.	ablehnend
Abl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
AcP	Archiv für civilistische Praxis
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
A.	Auflage
Aufl.	Auflage
BAWe	Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
bes.	besonders
betr.	betreffend
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen, amtliche Sammlung
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BT-DRs.	Bundestags-Drucksache
BverfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, amtliche Sammlung
BZ	Börsenzeitung
bzw.	Beziehungsweise
Cic	culpa in contrahendo
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWiR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch

EU	Europäische Union
EuGVÜ	Europäisches Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Vollstreckung gerichtlicher Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Einl.	Einleitung
endg.	endgültig
Ed.	Editor
Eds.	Editors
etc.	et cetera
et al.	et altera
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FS	Festschrift
ff.	fortfolgende
FN	Fußnote
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
i.d.F.	in der Fassung
i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinne
IPR	Internationales Privatrecht
IStR	Internationales Steuerrecht
i.V.m.	in Verbindung mit
J.Pol.Econ.	Journal of Political Economy
JA	Juristische Arbeitsblätter
JbW	Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften
JR	Juristische Rundschau
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
M&A	Mergers and Acquisitions
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
LG	Landgericht
m.E.	meines Erachtens
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden

m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Nachw.	Nachweise
NaStraG	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
o.V.	ohne Verfasser
pVV	positive Vertragsverletzung
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für Ausländisches und Internationales Privatrecht
RegBegr	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
reSp	Rechte Spalte
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RN	Randnummer
S.	Seite
s.	siehe
SAG	Die Schweizerische Aktiengesellschaft
SEC	Securities Exchange Commission
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannte (n,r,s)
SZ	Süddeutsche Zeitung
u.a.	unter anderen, unter anderem
US	United States
vgl.	vergleiche
VersR	Versicherungsrecht
VO	Verordnung
WG	Wechselgesetz
WiB	Wirtschaftsrechtliche Beratung
WM	Wertpapiermitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
WuR	Wirtschaft und Recht
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Y.L. Journal	Yale Law Journal
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für Handels- und Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaften

Glossar

Bear Hug	Ungestüme Umarmung, Umklammerung = die Leitung der <i>Zielgesellschaft</i> überrumpeln durch Einbeziehung sämtlicher Boardmitglieder (auch Aufsichtsratsmitglieder).
Bidder	Bieter zum Kauf von Gesellschaftsanteilen / Aktien
Casual paß	Informeller, zwangloser „Annäherungsversuch“ = freundliche Anfrage bei der Leitung der <i>Zielgesellschaft</i> vor einem Übernahmeangebot
Crown jewels	Kronjuwelen = besonders wertvolle Unternehmensbestandteile
Cyanid capsules	Giftpillen = Abwehrmittel (vgl. <i>poison pills</i>)
Dawn raid	„Dämmerungsübernahme“ = unbemerktes Heranschleichen an die Kontrollmehrheit; (Brit.) synonym zu <i>saturday night special</i>
Golden parachutes	Goldene Fallschirme (in Form von Bonbons für Boardmitglieder/Mitarbeiter im Falle eines Kontrollwechsels)
Golden wheelchairs	Goldene Rollstühle = Abstufung zu <i>golden parachutes</i> ; hier für das obere/mittlere Management
Greenmailing	Der Begriff leitet sich ab aus dem Wortspiel aus green (der Farbe einer US-\$-Banknote) und einer Verkürzung von blackmail (zu deutsch Erpressung). Synonym hierzu sollen Wall-Street-Akteure den Begriff „Good Bye Kiss“ verwandt haben. Nach der Definition des Begriffs durch die SEC ist dies der „über Börsenkurs liegende Erwerb eigener Aktien vom feindlich gesinnten Aktionär, der mindestens 3% des Grundkapitals der Gesellschaft seit höchstens zwei Jahren hält“.
Hostile takeover	Feindliche Übernahme
Leveraged Buy out (LBO)	Leverage = Hebelkraft; fremdfinanzierte Übernahme, bei der typischerweise die assets der Zielgesellschaft besichert werden
Poison pills	Giftpillen = Abwehrmittel (vgl. <i>cyanid capsules</i>)
Proxy fight	Kampf mit geliehenen (stellvertretend geltend gemachten) Stim-

	men; vgl. proxy vote = stellvertretend abgegebene Stimme
Raider	(= engl. Raubritter) bezeichnet einen unerwünschten Bieter bzw. Übernehmer
Saturday night special	= „Übernachtaktion“
Sharks	Haie = synonym für <i>raider</i>
Squeeze Out	Hinausdrängung (hier der Minderheitsaktionäre)
Takeover	Übernahme
Target	Zielgesellschaft
Tin parachutes	Dosen-Fallschirme = Abstufung zu <i>golden parachutes</i> ; hier für das untere Management
White knight	(= engl. Weißer Ritter) bezeichnet erwünschten Bieter / Erwerber von Gesellschaftsanteile; besonders als Alternative zu einem feindlichen Übernehmer
Zielgesellschaft	(Potentiell) zu übernehmendes Unternehmen

§ 1 Einleitung

A. Die wachsende Bedeutung „feindlicher Übernahmen“ in Deutschland

Im Zuge des Angebotes der britischen Firma Vodafone AirTouch plc. zum Kauf der Mannesmann AG im Herbst 1999 erschien das Thema Mergers and Acquisitions (M&A) in seiner besonderen Ausprägung der sogenannten feindlichen Übernahme in den Schlagzeilen sämtlicher deutscher Publikationsorgane. Das Thema wurde weit über die Wirtschaftsrubriken hinaus zum Gegenstand der öffentlichen Diskussion.¹ Was waren die Ursachen für das plötzlich aufkeimende, breite Interesse am Phänomen feindliche Übernahme?

Feindliche Übernahmen treten im Wirtschaftsleben bereits seit mindestens zwanzig Jahren auf. Was zunächst nur als eine US-amerikanische Spezialität begann, hat sich bereits seit etwa 15 Jahren auch in Europa – zunächst vor allem auf den britischen Inseln – etabliert.² Ein entscheidender Markstein innerhalb Kontinentaleuropas ist die Übernahmeschlacht um die Société Générale de Belgique im Jahre 1988. Die beabsichtigte Übernahme durch die italienische Gesellschaft Olivetti hatte immerhin die Aufmerksamkeit der gesamten europäischen Wirtschaftspresse erweckt.³

Spätestens seit dem Übernahmeangebot der Siemens AG an die Aktionäre der britischen Eagle Star Versicherung waren auch deutsche Aktiengesellschaften an einem öffentlichen Übernahmeangebot und feindlichen Übernahmeversuch beteiligt.⁴ Bald waren deutsche Akti-

¹ Beispielgebend für die weite Verbreitung des – eher holprigen – Begriffes in der breiten Bevölkerung ist die Tatsache, daß er sogar Eingang in die deutsche Belletristik gefunden hat: So ist im Jahre 2000 ein Roman bei Hoffmann und Campe mit dem Titel „Feindliche Übernahme“ (von Michael Ridpath) erschienen.

² Im Jahre 1987 sollen die anglo-amerikanischen Investmentbanken Morgan Grenfell und Schroder Wagg über deren europäische Töchter mit zusammen 40 Übernahmeangeboten und einem Gesamtvolumen von mehr als 10 Mrd. brit. Pfund auf dem englischen Markt aufgetreten sein, HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 182.

³ Immerhin bestand damit die Gefahr, daß Belgiens größtes Unternehmen (eine 1200 Firmen umfassende Industrie-Holding einschließlich sensiblen Versorgungsunternehmen) von einer ausländischen Bank kontrolliert werden würde; vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 182 mit zahlreichen weiteren Nachweisen zu dem Vorgang.

⁴ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 182 (FN 8 m.w.N.).

engesellschaften auch als Zielunternehmen betroffen, wie etwa der Fall Feldmühle Nobel/Flick, Veba zeigt⁵.

Es sind daher zunächst keine Merkmale für die Einzigartigkeit oder absolute Neuartigkeit erkennbar, die eine derartig große Aufmerksamkeit im Falle des Übernahmeangebotes Mannesmann in der Öffentlichkeit rechtfertigte. Auch die Tatsache, daß mit der Mannesmann AG ein äußerst bedeutendes und traditionsreiches Unternehmen der deutschen Großindustrie Ziel einer feindlichen Übernahme geworden war, weist u.a. vor dem Hintergrund der (älteren) Übernahmeangebote für die Gesellschaften Continental, Hoesch, Krupp oder die Aachener und Münchener Beteiligungs-AG (AMB) sowie die erwähnte Feldmühle Nobel AG nicht auf den hier gesuchten Ausnahmecharakter des Ereignisses hin.⁶ Sucht man die Novität darin, daß eine ausländische Gesellschaft ein traditionsreiches deutsches Unternehmen gegen den Willen dessen Management zu übernehmen versucht oder daß dabei ein wesentlich kleineres Unternehmen ein größeres übernehmen möchte, so wird man auch da enttäuscht, wie die älteren Beispiele Thyssen-Krupp⁷ oder Continental⁸ und AMB zeigen.

Entscheidend für die plötzliche „Popularität“ des Themas sind vielmehr zwei Tatsachen, die sich zudem gegenseitig bedingen:

Zunächst sind die zahlreichen Neuemissionen zu nennen, die durch die Schaffung des Neuen Marktes an der Deutschen Börse AG hervorgerufen wurden und nicht zuletzt die Neuemissionen durch Abspaltung ganzer Industriezweige großer deutscher Konzerne. Einen wesentlichen Meilenstein in der deutschen Privatisierungswelle bildete der Börsengang der Deutschen Telekom im Jahre 1997 mit einem bis dahin in Deutschland nicht dagewesenen Werbeaufwand für die „Vermarktung“ neu auszugebender Aktien.⁹ Damit wurden in Deutschland plötzlich Bevölkerungsschichten zu Aktionären, die zuvor eine Geldanlage außerhalb des festverzinslichen Festgeldes oder Sparbuches nicht kannten.¹⁰ Diese Veränderungen im Verhalten der sog. Kleinanleger ließen das Interesse an der Aktie als Form der Geldanlage ansteigen, wodurch die generelle Aufmerksamkeit der breiten Bevölkerung gegenüber den Aktiengesellschaften und an kursrelevanten Informationen stark anstieg.

Dadurch fiel die bisher in Deutschland nicht dagewesene Image- und Werbekampagne im Rahmen der Übernahmeschlacht Vodafone/Mannesmann auf fruchtbaren Boden. Die genauen Zahlen für die Kosten dieser Kampagnen sind von den beteiligten Firmen nie genau bestätigt worden. Mindestens darf man jedoch auf Seiten des Bieters Vodafone AirTouch von einem Betrag in Höhe von 1 Mrd. DM und des sich verteidigenden Zielunternehmens Mannesmann

⁵ HAHN, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften, S. 5 m.w.N.

⁶ Daß die Transaktion mit einem Gesamtwert von 181,4 Mrd. € die größte M&A-Transaktion der Geschichte werden würde, hat wohl eher nur in Fachkreisen besonderes Aufsehen erregen können; vgl. hierzu HERDEN/REINHARD, M&A 2000, 73, 74.

⁷ Vgl. DER STANDARD v. 20.3.1997, o.V., S. 27.

⁸ Vgl. hierzu GARDING/ZUGARO/OTZEN, Wirtschaftswoche v. 21.9.1990, S. 248

⁹ Vgl. zur Emission der Telekom-Aktien o.V., Handelsblatt v. 4.6.1997, S. 33 und FAZ v. 5.6.1997, S. 26; vgl. hierzu auch LEVEN, DAI-Kurzstudie 1/99, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie199.pdf>

¹⁰ Vgl. KRÖNER, FAZ v. 6.3.2000, Sonderbeilage „Börsensegment Neuer Markt“, S. B 10.

in Höhe von 400 Mio. DM ausgehen.¹¹ Die beteiligten Gesellschaften haben die Übernahmeauseinandersetzung gezielt zum öffentlichen Thema gemacht. Dies konnte sowohl für den Verteidiger Mannesmann als auch den Bieter Vodafone AirTouch nur Sinn machen, insofern die sehr breit angelegte Werbekampagne überhaupt auf ein grundlegendes Interesse der breiten Bevölkerung als Adressat der Werbung gestoßen ist. Für beide – sowohl Bieter als auch Zielunternehmen – sollte die Rechnung später bezüglich dieser Kausalitäten jedenfalls teilweise aufgehen: Einerseits konnte für das Übernahmeangebot der Bieter letztlich die erforderliche Anzahl an Aktionären des Zielunternehmens gewinnen und andererseits hat der Aktienkurs¹² des sich verteidigenden Zielunternehmens während des Übernahmekampfes eine beachtliche Steigerung erfahren,¹³ was dazu führte, daß die Mannesmann-Aktionäre nach dem (reinen)¹⁴ Aktientausch letztlich an der „Vodafone-Mannesmann Gruppe“ einen Anteil von 49,5 % erhielten.¹⁵

Vor diesem Hintergrund wird deutlich, daß das schlagartige Bekanntwerden des Phänomens „Feindliche Übernahme“ sich nicht – wie man möglicherweise auf den ersten Blick glauben könnte – nur oberflächlich mit dem Auftreten eines einzelnen spektakulären Ereignisses erklärt. Vielmehr liegen die Gründe und Ursachen für das breite öffentliche Interesse an diesem Thema tiefer und beruhen auf einem längerfristigen Prozeß, der in Deutschland jedoch erst vor wenigen Jahren seinen Anfang genommen hat, nämlich dem Reifungsprozeß des deutschen Kapitalmarktes.

B. Gang und Ziele der Untersuchung

I. Feindliche Übernahmen in Deutschland?

Die Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes wird vielfältige Resultate für sämtliche Beteiligte zeitigen, deren Ursachen und Auswirkungen auf feindliche Übernahmen mit deutschen Zielgesellschaften im einzelnen in § 2 der vorliegenden Untersuchung dargestellt werden. In der Hauptsache wird festzuhalten sein, daß es zu einer deutlichen Zunahme an börsennotierten Aktiengesellschaften, insbesondere an sog. Publikumsgesellschaften mit einer breiten Streuung der Aktien kommen wird, wobei die Entwicklung ihre Anfänge bereits genommen hat.

¹¹ Zu der Schlacht der Werbeagenturen siehe etwa FAZ v. 9.2.2000, S. 29, THIEME, FAZ v. 17.1.2000, S. 27, FAZ v. 26.11.1999, S. 19.

¹² Der Wert der Mannesmann-Aktie steigerte sich von Oktober 1999 (vor der Akquisition von Orange) mit 154 € bis Februar 2000 auf 353 €.

¹³ Letzteres hat während des Übernahmekampfes ständig zu einer besseren Argumentationsgrundlage für den Verteidiger Mannesmann und im Rahmen der späten Einigung sicher zu einer gestärkten Verhandlungsposition für das Management von Mannesmann geführt.

¹⁴ Das Angebot von Vodafone AirTouch enthielt keine Barofferte.

¹⁵ Quelle: JP Morgan GmbH, 2001.

Damit wird das Hauptargument derjenigen Marktbeobachter aufgegriffen, die dem Phänomen der feindlichen Übernahme von Aktiengesellschaften in Deutschland kaum praktische Bedeutung beimessen, mit dem Hinweis, es ermangele schlicht einer relevanten Anzahl geeigneter Zielgesellschaften (in Form von Publikumsgesellschaften). In dieser Untersuchung wird die These aufgestellt, daß der öffentlichen Vertrautheit mit dem Begriff der feindlichen Übernahme eine noch nicht absehbare Anzahl an tatsächlichen feindlichen Übernahmeversuchen an deutschen Zielgesellschaften folgen wird.¹⁶

II. Das konkrete Gefährdungspotential von Aktiengesellschaften

Wie groß die Gefahr eines feindlichen Übernahmeangebotes konkret für eine bestimmte Aktiengesellschaft ist, läßt sich anhand verschiedener Kriterien grob einordnen. In § 2 B. werden wesentliche Indikatoren und Erkennungsmerkmale einer potentiellen Zielgesellschaft dargestellt.

III. Leitlinie der Rechte und Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft

In § 3 wird eine Leitlinie der Rechte und Pflichten des Vorstandes einer deutschen Ziel-Aktiengesellschaft im Umfeld eines feindlichen Übernahmeversuches entworfen. Einbezogen ist dabei neben der reaktiven Abwehrsituation in einem laufenden Übernahmekampf auch die Präventionsphase, in der zwar noch kein konkretes Übernahmeangebot vorliegt, aber bereits Übernahmehindernisse implementiert werden können. Der Entwurf einer Leitlinie soll dabei auf die wesentlichen Interessen der durch ein Übernahmeangebot betroffenen Personengruppen eingehen. Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit sind (Ziel-)Aktiengesellschaften mit Sitz in Deutschland.¹⁷ Grundlage für die Untersuchung ist geltendes Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.¹⁸

¹⁶ Auch für die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften wird somit das Thema der feindlichen Übernahme und mögliche Abwehrstrategien um so mehr in den Mittelpunkt treten.

¹⁷ Die Eingrenzung folgt dem Gesellschaftsstatut nach internationalem Privatrecht. Das Gesellschaftsstatut wird nach gefestigter Rechtsprechung durch den Sitz der Gesellschaft bestimmt. Sitz meint dabei nicht den Sitz i.S.d. § 5 I AktG, sondern vielmehr den effektiven Sitz, der seinerseits nach dem Ort der Hauptverwaltung zu bestimmen ist, HÜFFER, § 2 RN 25 m.w.N. Liegt der effektive Sitz im Inland, so ist auch bei ausländischem Gründungsort deutsches Recht maßgeblich (wenn nicht ein spezieller Staatsvertrag etwas anderes ergibt). Fragen des Übernahmerechtes und mögliche Abwehrmaßnahmen bestimmen sich ausschließlich anhand des Gesellschaftsstatuts, EBENROTH/WILKEN, JZ 1991, 1061, 1067. Zu den Schwierigkeiten bei möglicherweise fehlender Inlandseintragung gemäß § 41 I 1 AktG siehe HÜFFER, § 2 RN 26; EIDENMÜLLER/REHM, ZGR 1997, 89, 92 ff.

¹⁸ Dabei soll zunächst explizit das Regelungsregime des (neuen) deutschen aber auch künftigen gesetzgeberischen europäischen Übernahmerechtes ausgeklammert bleiben und gleichzeitig ein spezifisches Regelungsbedürfnis hinterfragt werden.

IV. Rechtliche Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen

In § 4 der Arbeit werden denkbare Abwehrmaßnahmen für den Vorstand der Zielgesellschaft dargestellt und auf deren Eignung hin überprüft.

1. Die Perspektive des Vorstandes der Zielgesellschaft

Die Einzelmaßnahmen werden entsprechend einer strategischen Abwehrplanung des Vorstandes der Zielgesellschaft in Gruppen zusammengefaßt. Je nach konkretem Grad, in dem sich der Vorstand einer potentiellen Zielgesellschaft einer feindlichen Übernahme ausgesetzt sieht, soll die Einteilung und Anordnung der Maßnahmen erfolgen.

Dazu dient zunächst die Unterteilung der Übernahme-situation in zwei große Szenarien: Eine rein präventive (§ 4 A.) und eine reaktive (§ 4 B.) Abwehrsituation. Letztere knüpft an ein bereits konkret vorliegendes Übernahmeangebot an.

Die Abgabe eines Übernahmeangebotes trennt die Szenarien neben den pragmatisch-strategischen Erwägungen an der selben Stelle durch rechtliche Vorgaben: Der rechtliche Handlungsspielraum wird mit Vorliegen eines Übernahmeangebotes für den Vorstand der Zielgesellschaft – nicht zuletzt unter Berücksichtigung des (neuen) deutschen Übernahmegesetzes – eingeschränkt. Mit einer (gesetzgeberischen) Regulierung nur der reaktiven Abwehr feindlicher Übernahmen bleibt ein Regelungsvakuum im präventiven Bereich. Die andauernde Diskussion in der Literatur¹⁹ über das Bestehen und die Reichweite einer Neutralitätspflicht des Vorstandes wird mit der gesetzgeberischen Klarstellung nicht grundsätzlich gelöst. Die Erörterung geeigneter Verteidigungsinstrumente wird sich zudem – neben Fragen der Subsumtion bestimmter Maßnahmen unter die Regelungen im reaktiven Bereich – zunehmend auf Abwehrmaßnahmen im präventiven Bereich verlagern. Daher wird ein besonderes Augenmerk auf die Übernahmeprophylaxe (§ 4 A.) zu richten sein.

2. Der Weg zur Kontrolle über die Zielgesellschaft: Modell der konzentrischen Kreise

Die Anordnung der einzelnen Maßnahmen folgt der Perspektive eines potentiellen „Angreifers“. Bieter, welche die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangen möchten, wollen auch bestimmenden Einfluß auf die Geschicke der Zielgesellschaft nehmen. Nach zwingendem Recht übt die Leitungsmacht über die Gesellschaft jedoch nicht etwa ein Mehrheitsaktionär aus, sondern ausschließlich der Vorstand der Gesellschaft (§ 76 I AktG). Im Falle einer nicht mit dem Vorstand der Zielgesellschaft konsentierten Kontrollübernahme kann der Mehrheitsaktionär in der Regel kein „Einvernehmen“ hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft erzielen.

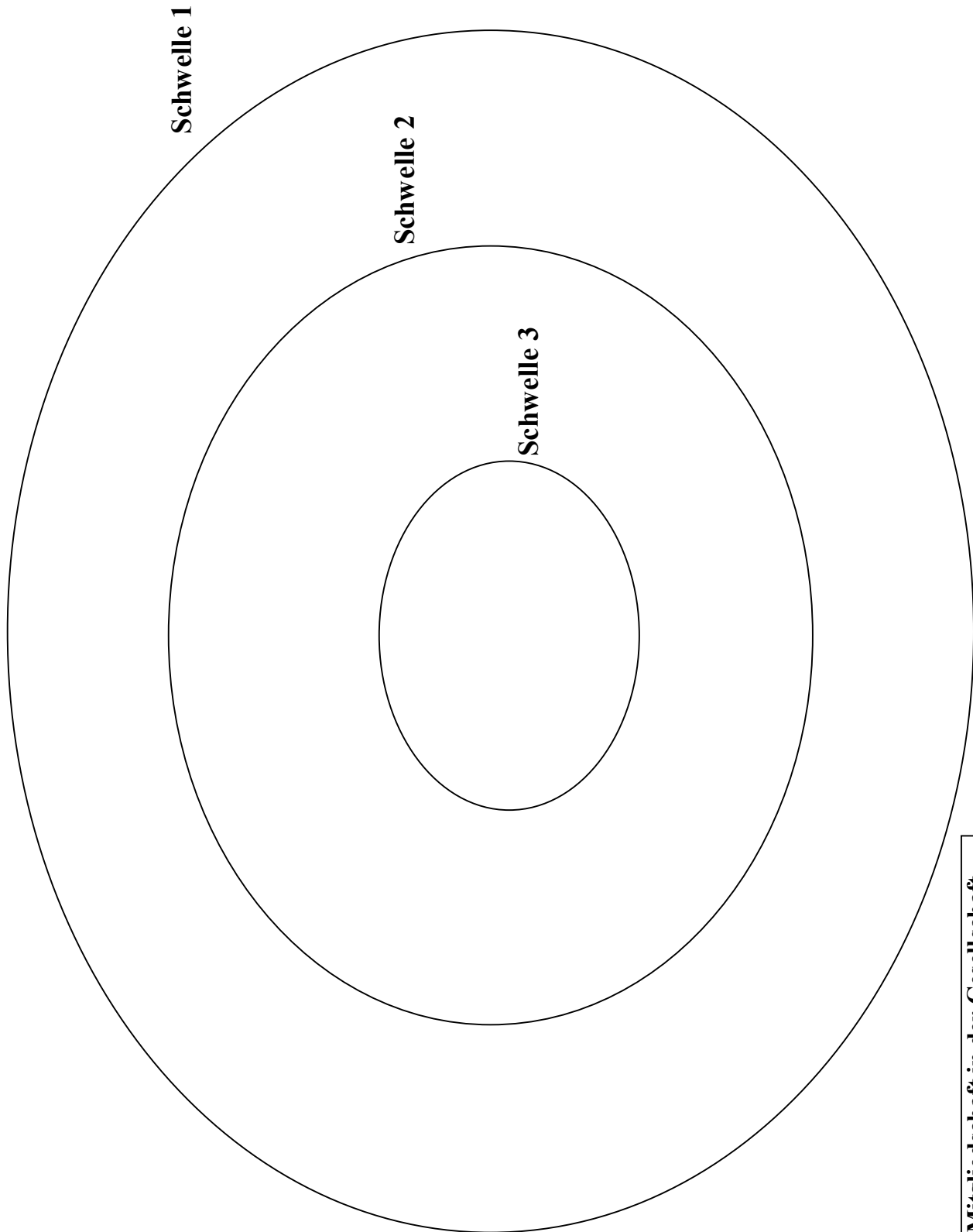
¹⁹ Aufgrund zunehmender Praxisrelevanz feindlicher Übernahmen und wohl auch Verteidigungsbemühungen des Vorstandes der Zielgesellschaft wird zusehends auch die Rechtsprechung davon betroffen sein.

Daher wirkt er auf eine Neubesetzung der Vorstandsämter hin, um sie mit Personen seines Vertrauens zu besetzen. Der Weg dorthin führt den Bieter über die Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft bis zum (bestimmenden) Einfluß in der Hauptversammlung. Damit kann er erst die Zusammensetzung (der Anteilseignerseite) des Aufsichtsrates und über diesen dann auch die des Vorstandes beeinflussen.

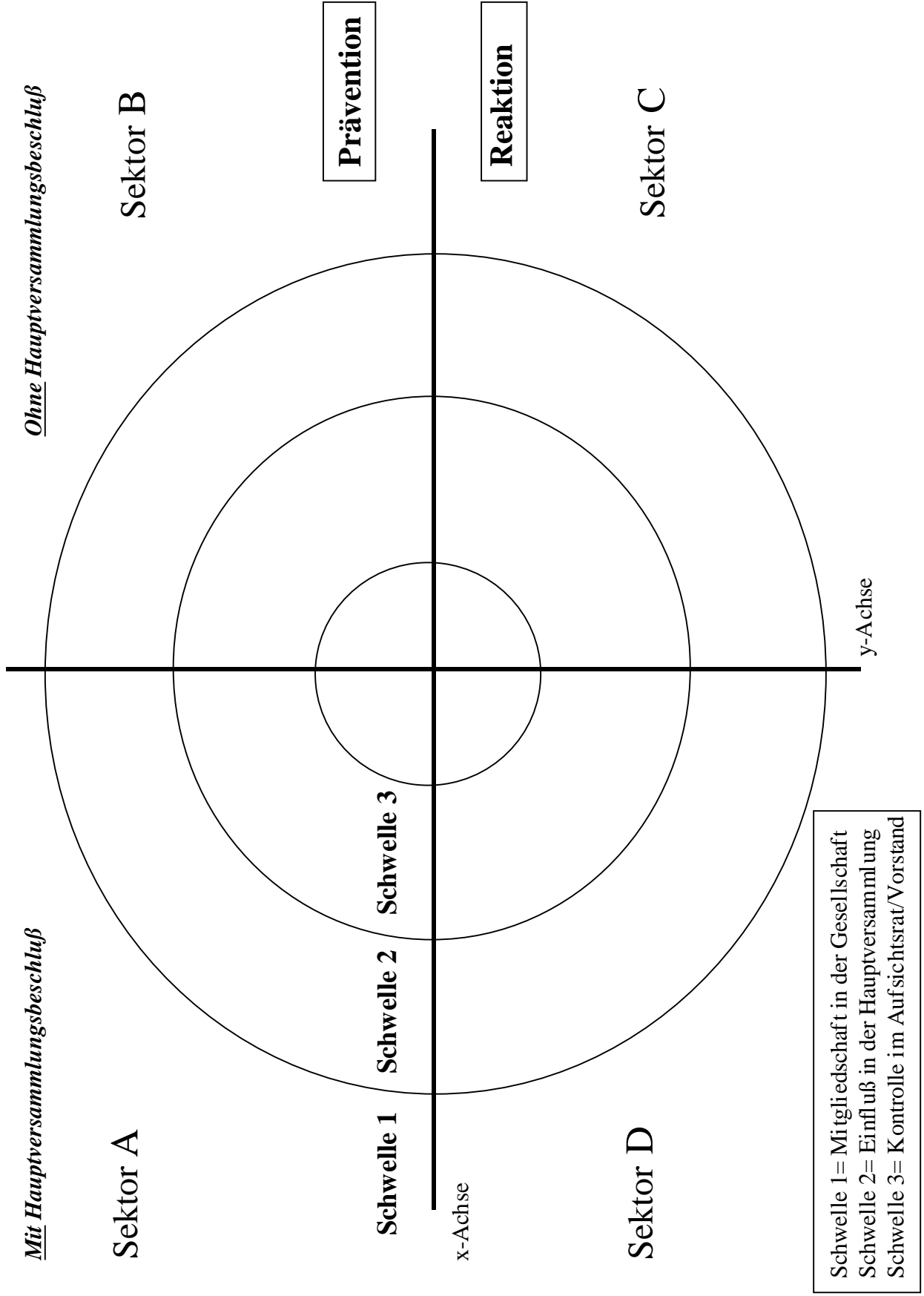
Demnach entspricht der Weg zur Kontrolle über die Zielgesellschaft bildlich dem Überwinden dreier Schwellen. Im (Beschreibungs-)Modell lassen sich diese Schwellen in Form konzentrischer Kreise darstellen (siehe hierzu Abb. 1 des Kreismodelles). Im Zentrum befindet sich dabei der Vorstand der Zielgesellschaft. Dorthin will der feindliche Übernehmer gelangen. Die Überwindung einer inneren Schwelle setzt regelmäßig die vorhergehende Überwindung aller äußeren voraus.

Diese Schwellen bilden für den Vorstand der Zielgesellschaft Ansatzflächen für mögliche Abwehrmaßnahmen. Sämtliche Einzelmaßnahmen sind damit in drei große Gruppen unterteilt, wobei sich die Gruppenanordnung nach dem zwingenden Weg des Übernehmers zur Kontrolle der Zusammensetzung des Vorstandes und somit zur Leitungsmacht der Zielgesellschaft richtet. Am ersten Verteidigungsring kann Einfluß auf die Anteilseignerstruktur genommen, eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft verhindert oder wenigstens limitiert werden. Am zweiten Abwehrring setzen Maßnahmen an, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung verhindern. Am innersten Kreis werden all die Maßnahmen angesiedelt, welche unmittelbar die Zusammensetzung und Kontrollausübung in den Organen Aufsichtsrat und Vorstand verhindern können.

Die aus Vorstandssicht verfügbaren Vorkehrungen zur Abwehr einer unerwünschten Übernahme sind weiter untergliedert in solche, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können und solche, die nur mit Billigung der Hauptversammlung eingesetzt werden dürfen. Unter Berücksichtigung der Unterteilung in präventive und reaktive Maßnahmen einerseits, und solche, die einer Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen bzw. vom Vorstand selbständig getroffen werden dürfen andererseits, läßt sich der Kreis in vier Sektoren oder Planquadrate aufteilen (vgl. hierzu Abb. 2 des Kreismodelles): Sektor A bildet präventive Maßnahmen ab, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, Sektor B präventive Maßnahmen, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können, Sektor D faßt reaktive Maßnahmen zusammen, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen und schließlich betrifft Sektor C Maßnahmen, die ad hoc vom Vorstand selbständig eingeleitet werden dürfen.



Schwelle 1 = Mitgliedschaft in der Gesellschaft
Schwelle 2 = Einfluß in der Hauptversammlung
Schwelle 3 = Kontrolle im Aufsichtsrat / Vorstand

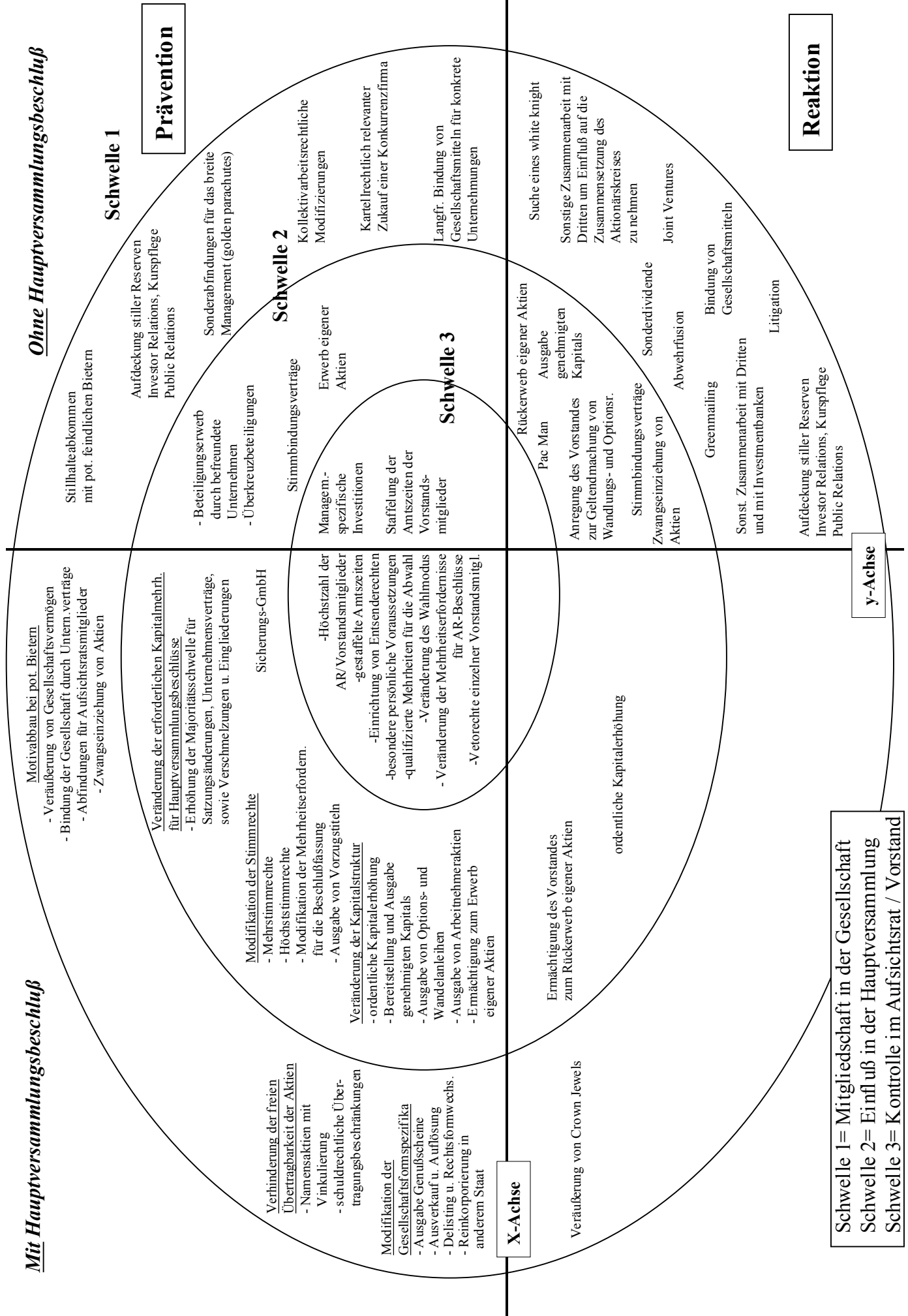


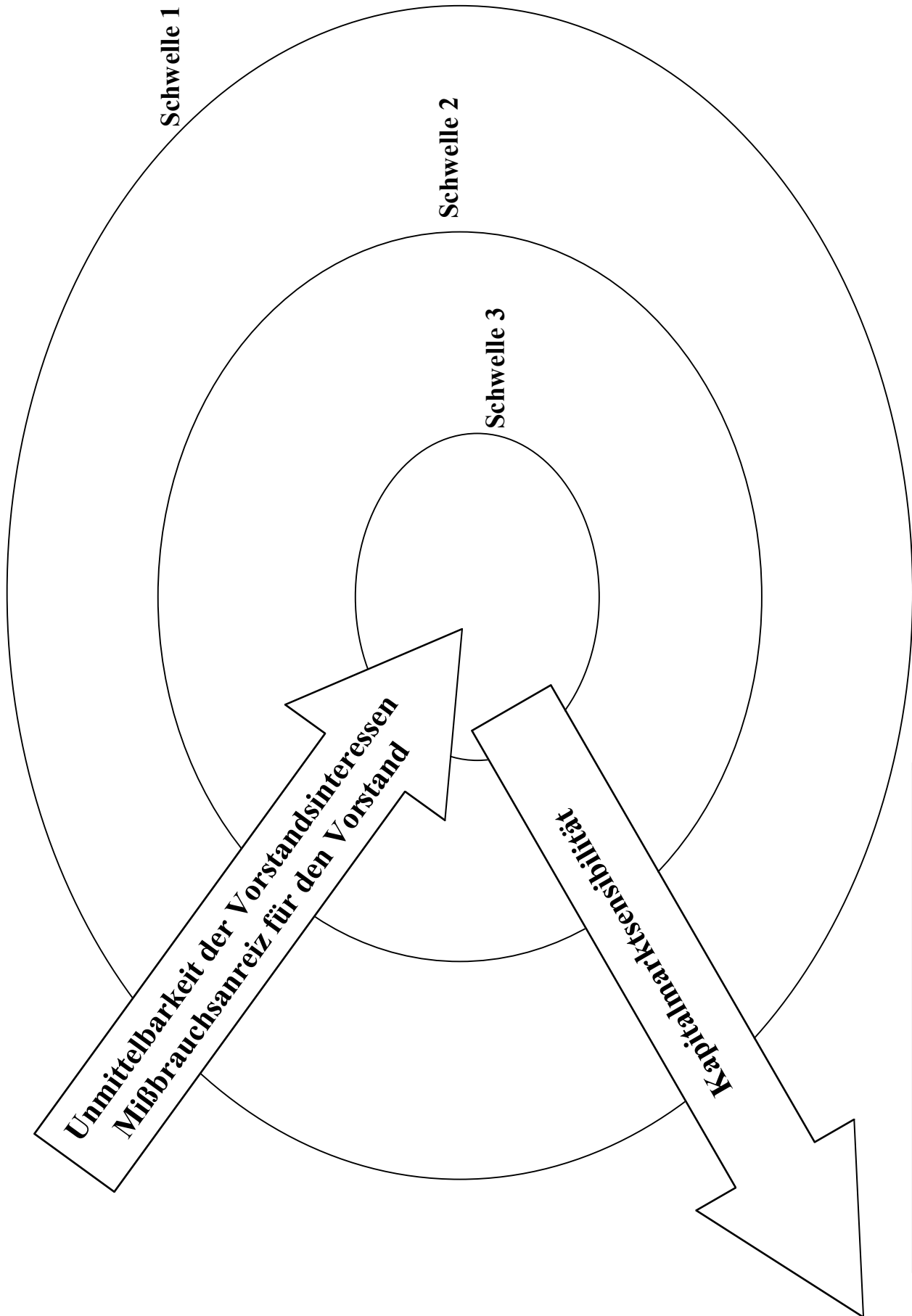
3. Aufdeckung diskretionärer Handlungsspielräume des Vorstandes

In § 4 werden sämtliche Verteidigungsmaßnahmen in das Kreismodell eingeordnet. Damit können Erkenntnisse gewonnen werden, inwieweit bei feindlichen Übernahmeversuchen tatsächlich diskretionäre Handlungsspielräume des Vorstandes der Zielgesellschaft bestehen.

Anhand des Kreismodelles (vgl. hierzu Abb. 3) läßt sich sodann ablesen, für welche Sektoren das Aktiengesetz – ohne Rücksicht auf eine etwaige Neutralitätspflicht – überhaupt einzelne Maßnahmen zuläßt, die der Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche dienen. Damit kann zum einen ein Überblick gewonnen werden, ob und gegebenenfalls welche Verteidigungsmaßnahmen im reaktiven bzw. präventiven Bereich durchführbar sind. Zum anderen ist gleichzeitig ablesbar, ob die jeweiligen Maßnahmen eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen oder autonom durch den Vorstand implementiert werden können. Damit gewinnt man einen Überblick über die Bereiche, in denen der Vorstand einen tatsächlich unkontrollierten Handlungsspielraum hat.

Schließlich hat für die Beurteilung eines etwaigen Regelungsbedürfnisses der aufgedeckten diskretionären Handlungsspielräume die Einordnung der tatsächlich und rechtlich möglichen Maßnahmen in die Ringe des Kreismodelles insoweit zusätzlichen Erkenntniswert, als solche Maßnahmen, die an den inneren Ringen ansetzen, stärker die originären Interessen der Organmitglieder am Amts- und Machterhalt ansprechen. Die Mißbrauchsmöglichkeiten des Vorstandes sind hingegen für Maßnahmen an den äußeren Ringen dadurch eingedämmt, daß dort der Kapitalmarkt, zu Lasten des Gesellschaftsinteresses, auf Modifizierungen stärker mit Kurskorrekturen reagiert (vgl. hierzu Abb. 4 des Kreismodelles).





Schwelle 1= Mitgliedschaft in der Gesellschaft
Schwelle 2= Einfluß in der Hauptversammlung
Schwelle 3= Kontrolle im Aufsichtsrat / Vorstand

V. Zusammenfassung / Ziele der Untersuchung

Die Arbeit will durch strategisch sinnvolle und gleichzeitig juristisch systematische Ordnung sämtlicher in Frage kommender Abwehrmaßnahmen eine handbuchartige Handlungsanleitung für den Vorstand der Zielgesellschaft darstellen.²⁰ Praktisches Interesse ergibt sich damit auch für die einschlägigen beratenden Berufe, wie Anwaltschaft, Investmentbanken und Unternehmensberatungen sowohl auf Seiten der Zielgesellschaft als auch auf Bieterseite (einschließlich sogenannter begleitender Wertpapierdienstleistungsunternehmen). Um dem Anspruch der praktischen Verwendbarkeit gerecht zu werden, berücksichtigt die Handlungsanleitung dabei das neu geschaffene Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.

Die Arbeit soll aber gleichzeitig einen Beitrag zur andauernden Diskussion um die sogenannte „Neutralitätsfrage“ für das Leitungsorgan einer Zielgesellschaft liefern. Es geht dabei um die Frage, ob das Leitungsorgan einer Zielgesellschaft eine steuernde, mithin auch abwehrende Position im Zusammenhang mit einem generellen oder konkreten Kontrollwechsel beziehen dürfen soll oder nicht. Insoweit beteiligt sich die Untersuchung an der (internationalen) Corporate Governance Debatte. Speziell die Diskussion um die „Neutralitätsfrage“ ist keinesfalls abgeschlossen. Vielmehr ist selbst nach Inkrafttreten eines nationalen Übernahmegesetzes die Diskussion auf Ebene des europäischen Gesetzgebers nicht ausgestanden. Auch nach dem vorübergehenden grundlegenden Dissens auf europäischer Ebene wird wegen der gewaltigen ökonomischen Dimension dieser Frage die Suche nach einem Konsens weitergehen.²¹

Mittels der Ordnung der Maßnahmen anhand des Kreismodelles soll das rechtspolitisch und rechtssystematisch begründete Ergebnis zur „Neutralitätsfrage“ verifiziert werden. Das Kreismodell soll die tatsächlich vorhandenen (nach Aktienrecht) unkontrollierten Handlungsspielräume für das Leitungsorgan der Zielgesellschaft aufdecken und damit die Frage nach einem generellen Regelungs*bedürfnis* beantworten.

Schließlich kann die Untersuchung als Arbeitsunterlage sowohl für die Auslegung bestehender Gesetze im Bereich des Gesellschaftsrechtes und des nationalen Übernahmrechtes als auch bei der Rechtsfortbildung, insbesondere bei der Entstehung eines künftigen europäischen Übernahmrechtes dienen.

²⁰ Eine möglichst umfassende Darstellung der Rechte und Pflichten für die Handlungsorgane Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft soll freilich auch dazu dienen, etwaige Haftungsfälle der Organe zu vermeiden.

²¹ Bereits hier sei darauf hingewiesen, daß im Falle einer europäischen Richtlinie der nationale Gesetzgeber eine Umsetzungspflicht hat und ein gegebenenfalls bereits in Kraft getretenes nationales Gesetz entsprechend anzupassen hat.

§ 2 Der Markt für Unternehmenskontrolle und feindliche Übernahmen

A. Begriffe

I. Der Tatbestand der Unternehmensübernahme und der Markt für Unternehmen

Wann liegt tatbestandlich die Übernahme eines Unternehmens in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft²² vor? Es geht um die Frage, wie viele Aktien ein potentieller Übernehmer tatsächlich erwerben muß, damit eine Unternehmensübernahme gegeben ist.

Grundsätzlich muß keinesfalls die Summe aller (stimmberechtigten) Aktien übernommen werden.²³ Eine Übernahme muß vielmehr anknüpfen am Tatbestand des Haltens derjenigen Anzahl an stimmberechtigten Aktien des Zielunternehmens, welche die Kontrollausübung in der Hauptversammlung des Zielunternehmens vermittelt. Dies ist jedenfalls im Falle des Mehrheitsbesitzes (50 % plus eine Aktie) aller stimmberechtigten Aktien des Zielunternehmens der Fall. Denn damit liegt gemäß § 133 I AktG grundsätzlich das Schicksal der Beschlüsse der Hauptversammlung in einer Hand. Nachdem § 133 I AktG jedoch ausdrücklich

²² Das Problem einer feindlichen Übernahme stellt sich bei einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) nicht. Die KGaA hat keinen Vorstand. Dessen Funktion nehmen entsprechend die persönlich haftenden Gesellschafter wahr. Die Beschlüsse der Hauptversammlung bedürfen gemäß § 285 II 1 AktG der Zustimmung der persönlich haftenden Gesellschafter, soweit Angelegenheiten betroffen sind, für die bei einer Kommanditgesellschaft das Einverständnis der persönlich haftenden Gesellschafter und der Kommanditisten erforderlich ist. Das betrifft insbesondere Satzungsänderungen und sonstige Grundlagenbeschlüsse, vgl. HÜFFER, § 278 RN 11.

²³ Von dieser begrifflichen Eingrenzung bleiben freilich die Fragen der konzernrechtlichen Abfindungspflichten im verbundenen Unternehmen nach den §§ 291 ff. AktG und das Pflichtangebot im Rahmen der nationalen Übernahmeregulierung unberührt. Vgl. nur § 35 des *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG*, im folgenden *WpÜG*: „Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (Absatz 1 S. 1:.) Wer unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, hat dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen gemäß § 10 Abs. 3 Satz 1 und 2 zu veröffentlichen... (Absatz 2 S. 1:.) Der Bieter hat innerhalb von vier Wo-

von der (einfachen) Mehrheit der *abgegebenen* Stimmen in der Hauptversammlung spricht, kommt es faktisch für die Frage der „Beherrschung“ der Hauptversammlung auf die tatsächliche Präsenz sämtlicher Aktionäre in der Hauptversammlung an. Diese liegt jedenfalls bei deutschen Aktiengesellschaft mit einer breiten Streuung der Aktien (sog. Publikums-AG) in der Praxis nie bei 100 %. Vielmehr bewegt sich etwa die Präsenz in den Hauptversammlungen der 24 größten deutschen Unternehmen mit mehrheitlichem Streubesitz zwischen 35 und 75 %.²⁴ Dementsprechend wäre faktisch auch schon bei einer Beteiligung an der Zielgesellschaft i.H.v. circa 17,5 bis 37,5 % die Ausübung der Kontrolle in der Hauptversammlung möglich.²⁵

Im Ergebnis knüpft der Tatbestand der Unternehmensübernahme am Begriff der Kontrollausübung in der Hauptversammlung an.²⁶ Die Grenze hierfür kann nicht einheitlich und pauschal für alle Aktiengesellschaften gezogen werden. Fest steht jedoch, daß der Grenzwert deutlich unterhalb von 50 % der (stimmberechtigten) Aktien liegt. Eine Unternehmensübernahme ist demnach nicht als die vollständige Übernahme eines gesamten Unternehmens mit allen seinen dahinterstehenden „assets“ zur Gänze zu verstehen. „Übernommen“ wird das Unternehmen eben nur anteilig insoweit, wie es die Höhe des einzubringenden Kapitals erfordert, um die Kontrolle über die zu übernehmende Gesellschaft (respektive der von dieser betriebenen Unternehmungen) mittels der Kapital- und Stimmenmehrheit zu erwerben. Daher spricht man zutreffenderweise im Zusammenhang von Unternehmensübernahmen bei Kapitalgesellschaften, insbesondere Aktiengesellschaften, nicht vom Markt für Unternehmen²⁷ oder Mehrheitsbeteiligungen, sondern – insoweit exakter – vom Markt für Unternehmenskontrolle.²⁸

chen nach der Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle über eine Zielgesellschaft der Bundesanstalt eine Angebotsunterlage zu übermitteln und nach § 14 Abs. 2 S. 1 ein Angebot zu veröffentlichen...“.

²⁴ Vgl. hierzu BAUMS, AG 96, 11f., wonach im Jahre 1992 die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz der 24 größten Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz bei 58,05 % und die Anwesenheitsziffern seither weiter gesunken sind; siehe auch NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 17 (m.w.N.) der die durchschnittliche Präsenz in deutschen Hauptversammlungen mit ca. 60 % angibt.

²⁵ Mag sich die Beteiligung bei besonders wichtigen Beschlüssen auch eher am oberen Rand bewegen.

²⁶ Vgl. die Definition des Übernahmeangebots im WpÜG, die auch am Kontrollbegriff anknüpft; siehe dort § 29 Begriffsbestimmungen: (1) Übernahmeangebote sind Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet sind. (2) Kontrolle ist das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft.“

²⁷ REUL, Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse, S. 11, 22 fordert jedoch die Abkehr vom Begriff eines Marktes für Unternehmenskontrolle und hält ein Konzept eines Marktes für Unternehmen vorzugswürdig. Die Forderung stützt er mit dem Postulat eines Pflichtangebotes (auf sämtliche Zielgesellschaftsaktien), das reine Kontrollakquisitionen unmöglich machen soll. Der Erwerber kann sich dann nicht mehr auf eine Kontrollbeteiligung beschränken.

²⁸ Der Begriff geht zurück auf MANNE, J. Pol. Econ. 1965, 110 ff.; danach sind Märkte für Unternehmenskontrolle solche, auf denen Mehrheitsbeteiligungen durch massenhaften, öffentlichen Kauf von Beteiligungstiteln gebildet werden; vgl. KALLFASS, WuW 1992, 597, 598 m.w.N.; MEIER-SCHATZ, ZHR 1985, 76, 94; REUL, Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse, S. 11, 15 je mit Kritik zum Modell eines Marktes für Unternehmenskontrolle.

II. Der Markt für Unternehmenskontrolle²⁹

Markt ist der ökonomische Ort des Tausches, an dem sich durch Zusammentreffen von Anbietern und Nachfragern Preise bilden.³⁰ Für den Markt für Unternehmenskontrolle bedeutet dies, daß auf der Anbieterseite Anteile an Gesellschaften vorhanden sind, die geeignet sind, ab einer gewissen Häufelung eine Kontrolle über einzelne Unternehmen zu vermitteln. Die Nachfrage wird bestimmt von Marktteilnehmern, die solche Gesellschaftsanteile erwerben wollen. Dabei ist auf der Nachfrageseite gleichgültig, mit welchen (ursprünglichen) Motiven stimmberechtigte Gesellschaftsanteile erworben werden.³¹ Entscheidend ist nur, daß – wie *Manne* fordert³² – von den Marktteilnehmern, d.h. Anbieterseite und Nachfrageseite, die Beherrschung von Unternehmen als ein eigenständiges wirtschaftliches Gut begriffen wird. Daß tatsächlich ein eigenständiges Interesse an Unternehmenskontrolle besteht, zeigt sich darin, daß Paketzuschläge oder -prämien im Handel und auch beim Erwerb mittels eines öffentlichen Übernahmeangebots verlangt und auch tatsächlich bezahlt werden. Von einer Kontrolle des Unternehmens kann beim Nachfrager aber erst ab dem Erwerb eines Beteiligungsbesitzes in einer kritischen Größe gesprochen werden. Der spezifische Preis für den Kontrollerwerb knüpft an an das Überschreiten der Beteiligungshöhe, die die Kontrolle in der Hauptversammlung vermittelt.³³

Als Mitspieler am Markt für Unternehmenskontrolle kommen folgende Gruppierungen und Parteien in Betracht: Zunächst sind dies die potentiellen Käufer von stimmberechtigten Aktien einerseits und die Verkäufer von stimmberechtigten Aktien andererseits. Käufer und Verkäufer können dabei sowohl Privatpersonen als auch Gesellschaften sein. Käufer und Verkäufer bzw. Anbieter und Nachfrager bilden durch ihr Marktverhalten den jeweiligen Preis der Aktien. Von besonderem Interesse für diese Untersuchung ist jedoch eine dritte Gruppe. Diese wird gebildet durch Unternehmen, die dem Markt durch Emission von Beteiligungstiteln

²⁹ Zu Funktion und Wirkungsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle siehe insbesondere die ökonomische Analyse von FLASSAK, *Der Markt für Unternehmenskontrolle*, S. 148 ff.; zum Mißbrauch des Marktes für Unternehmenskontrolle siehe ADAMS, AG 1989, 333, 336 ff; zu den Grenzen der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle und dessen Wirkungen auf die Unternehmenseffizienz siehe BORNER, *Jb. f. Wirtschaftswissenschaften* 1999, 195, 197 ff., 203 ff.; MEIER-SCHATZ, ZHR 1985, 76, 95 ff.; REUL, *Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse*, S. 11, 17 ff.; RÖHRICH, *WuW* 1992, 718, 725 ff.

³⁰ GABLER, S. 2548. Zum Markt als „Arena des Anbieter- und Nachfragerverhaltens“ siehe STEFFENHAGEN, *Marketing*, S. 15 ff. m.w.N. auf S. 54.

³¹ Es kommt also für das Modell nicht darauf an, inwiefern die Ablösung ineffizienten Managements das dominante Akquisitionsmotiv in der Praxis ist, wie REUL (*Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse*, S. 11, 16) jedoch annimmt.

³² MANNE, *J.Pol.Econ.* 1965, 110, 112 f.

³³ REUL, *Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse*, S. 11, 17 ff., kritisiert am Modell des Marktes für Unternehmenskontrolle auch die unvollkommene Preisbildung wegen irrationaler Entscheidungen der Marktteilnehmer, Ausübung von Marktmacht, fehlender Bewertung des Kaufgegenstandes, Täuschung oder Drohung. Dadurch büße der Preis seine Signalfunktion für die Knappheit des Gutes ein. – Dies mag bedauerlich sein und auf einen unvollkommenen Markt schließen lassen, jedoch sind dies Phänomene, die auf jedem Markt angetroffen werden können, wenn durch Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage ein Preis gebildet werden muß.

überhaupt erst handelbare Stammaktien zur Verfügung stellen.³⁴ Diese partizipieren zwar – typischerweise³⁵ – nicht unmittelbar am Handel³⁶, determinieren jedoch das Marktvolumen: Wenn sich nicht hinreichend viele Unternehmen finden, die originär (neue) Aktien durch Emission zur Entstehung bringen und diese auch einem breiten Publikum anbieten, ist die Zahl der Unternehmen, die einen Kontrollwechsel im freien Handel durch Übertragung der Gesellschaftsanteile erfahren können, von vornherein begrenzt.³⁷ Es muß also Gesellschaften geben, die Beteiligungstitel an das Publikum ausgeben. Von den ausgegebenen (emittierten) Titeln werden ständig einige auf einem organisierten Zirkulationsmarkt zu wechselnden Preisen bzw. Kursen gehandelt.³⁸ Daher ist für die Beschreibung des Marktes zunächst die Zahl der Aktiengesellschaften zu ermitteln, und weiter zu untersuchen, wie viele davon an der Börse notiert sind und ihre Aktien dem Handel (an den Wertpapierbörsen) zur Verfügung stellen.

Entscheidend für die Kontrollmöglichkeit des Gesellschafterwechsels durch die Unternehmensleitung, respektive den Vorstand als Leitungsorgan einer Aktiengesellschaft, ist die Anzahl der vorhandenen Gesellschafter und vor allem, wie die gesamten Anteile unter den vorhandenen Gesellschaftern verteilt sind. Es geht also um die Frage, ob es eine faktische und unmittelbare Verbindung zwischen einzelnen Großaktionären und dem Vorstand gibt. In einem solchen Fall stellt sich nämlich erst gar nicht das Problem einer feindlichen Übernahme der Gesellschaft. Ein Kontrollwechsel kann schließlich nur stattfinden, wenn der Übernehmer eine für die Kontrollausübung in der Hauptversammlung erforderliche Anzahl an Aktien erwirbt. Befindet sich diese Menge jedoch in der Hand eines einzelnen Großaktionärs, so kann eine Transaktion nur einvernehmlich mit diesem erfolgen.³⁹ Wegen der faktischen Abhängigkeit des Vorstandes von diesem Großaktionär wird der Vorstand dann aber eine Übernahme von vornherein nicht verhindern. In aller Regel wird dieser schon gar keinen entsprechenden Verteidigungswillen fassen oder gar formulieren.⁴⁰ Als einzige Verteidigungsmöglichkeit verbleibt hier dann die eventuelle Überzeugungsarbeit beim bisherigen Großaktionär, die Anteile zu halten.

Anders liegt der Fall jedoch bei sog. Publikumsaktiengesellschaften, deren Stammaktien einer breiten Streuung zugeführt wurden. Hier gibt es keinen dominanten Großaktionär, der allein

³⁴ In Absatzmärkten würde man insofern vom „Hersteller“ oder „Produzenten“ sprechen, vgl. hierzu STEFFENHAGEN, Marketing, S. 26.

³⁵ Abgesehen vom derivativen (Rück-)Erwerb eigener Aktien.

³⁶ Gemeint ist in diesem Zusammenhang freilich nur der Handel eigener Aktien.

³⁷ Vgl. hierzu KALLFASS, WuW 1992, 597, 598, der die Publikumsgesellschaften als das Objekt der Märkte für Unternehmensbeteiligungen bezeichnet.

³⁸ KALLFASS, WuW 1992, 597, 598.

³⁹ So in dem weithin bekannten Fall der BMW AG: Dominierender Anteilseigner ist dort die Familie Quandt. Insofern waren die „Querelen“ um eine feindliche Übernahme der BMW AG ermüdend lange publizistisch aufbereitet worden. Die Eigentümerfamilie hatte mehrmals erklärt, daß eine Veräußerung ihrer Aktienpakete nicht in Betracht komme. Ein „Übernahmeangebot“ war also von dessen Adressat bereits abgelehnt worden, ehe es von einem potentiellen Bieter überhaupt ausgesprochen worden war.

⁴⁰ Der Vorstand wird in solchen Fällen regelmäßig engen Kontakt mit dem dominierenden Mehrheitseigentümer pflegen. So wurde es auch vom ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Eberhard v. Kuenheim überliefert, der in bestimmten Phasen regelmäßig bei Herrn Quandt zum „Rapport“ erschienen sein soll.

oder gemeinsam mit wenigen anderen größeren Aktionären über den Wechsel der Kontrolle entscheiden könnte. Ein Kontrollwechsel kann hier nur stattfinden durch Schaffung einer Kontrollmehrheit im Wege der Kumulierung der hierfür erforderlichen Anzahl an Aktien durch einen Aktionär im Wege des „Einsammelns“ bei einer Vielzahl von Kleinaktionären. Die Erfolgswahrscheinlichkeit einer drohenden feindlichen Übernahme ist bei Publikumsgesellschaften schwer kalkulierbar. Insbesondere kann die mögliche Verkaufsbereitschaft bei den vielen vom Bieter direkt angesprochenen Aktionären auch vom Vorstand der Zielgesellschaft kaum vorhergesehen werden. Die Angriffsfläche für einen potentiellen Übernehmer ist insoweit denkbar groß.

III. Feindliche Übernahmen

Der Begriff der „Feindlichen Übernahme“ geht zurück auf die Übersetzung des englischsprachigen Begriffes „hostile takeover“.⁴¹ Man versteht darunter den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung ohne Konsens mit dem Leitungsorgan (in Deutschland: Vorstand) der betroffenen Gesellschaft (Zielgesellschaft).⁴² Vereinzelt wurde als begriffsbestimmendes Merkmal in die Definition zusätzlich noch der mangelnde Konsens mit einem wesentlichen Teil der Anteilseigner mit einbezogen.⁴³ Dem kann jedoch nicht gefolgt werden: Die Abstimmung eines Übernahmeangebotes seitens des Bieters mit dem wesentlichen Teil der Aktionäre der Zielgesellschaft vermag nicht den Charakter eines (Übernahme-)Angebotes als feindlich oder freundlich zu bestimmen. Vielmehr nimmt eine etwaige Zustimmung der angesprochenen Zielgesellschaftsaktionäre den zum Zeitpunkt der Abgabe eines Übernahmeangebotes noch ungewissen Ausgang vorweg. Die Zustimmung eines wesentlichen Teiles der Zielgesellschaftsaktionäre ist also ein notwendiges Kriterium für den Erfolg einer feindlichen Übernahme; sie kann aber niemals begriffsbestimmendes Merkmal für diese sein.

Die Verwendung des Begriffes der feindlichen Übernahme ist nicht immer völlig kritiklos hingenommen worden. Insbesondere wurde eingewandt, daß es sich schließlich aus Sicht der Adressaten des Aktienkaufangebotes um einen prima facie wertneutralen Vorgang handelt.⁴⁴ Der Begriff hat sich jedoch mittlerweile (auch) in der deutschen Fachliteratur durchgesetzt und wird daher für die vorliegende Untersuchung durchgängig verwendet. Dabei soll mit der Verwendung des Begriffes ausdrücklich keine Wertung verbunden sein: Er wird lediglich als neutraler terminus technicus aufgegriffen.

⁴¹ MARQUARDT, WiB 1994, 537 m.w.N.

⁴² Teilweise wird zusätzlich zur ablehnenden Haltung des Vorstandes auch noch kumulativ oder alternativ die des Aufsichtsrates genannt, so etwa MARQUARDT, WiB 1994, 537 („und/oder Aufsichtsrat“). Jedoch kann weder die fehlende Übereinstimmung des Übernehmers mit dem Aufsichtsrat alleine, noch zusätzlich zum fehlenden Konsens mit dem Vorstand als begriffsbildendes Merkmal einer „feindlichen Übernahme“ dienen. Der Aufsichtsrat ist als Aufsichts- und Überwachungsorgan grundsätzlich nicht zur Aushandlung der Übernahmebedingungen berufen. Entscheidend für die Begriffsbildung ist allein der (fehlende) Konsens des Übernehmers mit dem Vorstand der Zielgesellschaft als deren (alleinigem) Leitungsorgan.

⁴³ So z.B. HARRER/GRABOWSKI, DStR 1992, 1326.

⁴⁴ Vgl. MARQUARDT, WiB 1994, 537.

IV. Abwehrmaßnahmen

Unter Abwehrmaßnahmen sind alle direkten und indirekten Handlungsmöglichkeiten des Managements der Zielgesellschaft zu verstehen, die eine Übertragung der Kontrollrechte auf einen neuen Eigentümer verhindern sollen.⁴⁵

Die Terminologie⁴⁶ für Übernehmer und zu übernehmende Gesellschaften ist vielfältig und oft sehr plastisch. Dabei haben sich die Begriffe aus dem anglo-amerikanischen Raum weitgehend auch in der deutschen Fachliteratur etabliert.

So werden Bieter entweder als „raider“ (Raubritter) oder „sharks“ (Haie) bezeichnet. Die zu übernehmenden Firmen werden als „targets“ oder Zielgesellschaften bezeichnet. Stehen dritte Gesellschaften der Zielgesellschaft zur Seite, so werden diese als „white knights“ (weiße Ritter) bezeichnet. Für die verschiedenen Abwehrmaßnahmen werden Begriffe wie „cyanid capsules“ (Zyanidkapseln) oder „golden parachutes“ (goldene Fallschirme) und auch allgemein für Verteidigungsmaßnahmen „poison pills“⁴⁷ (Giftpillen) verwendet. Werden gezielt Vermögensgegenstände veräußert, die dem Übernehmer besonders wertvoll sind, so werden diese gerne als „crown jewels“ (Kronjuwelen) bezeichnet.

Die meisten dieser Begriffe sind sehr bildhaft und prägen sich schnell ein. Jedoch sind sie semantisch nicht immer besonders klar und darüber hinaus nicht wertneutral. Daher werden diese Begriffe im folgenden eher zurückhaltend verwandt. Im Vordergrund für die vorliegende Untersuchung steht vielmehr die Einteilung sämtlicher Maßnahmen in einzelne Kategorien, insbesondere innerhalb der oben⁴⁸ beschriebenen konzentrischen Verteidigungsringe.⁴⁹

B. Die Zielgesellschaft: Indikatoren und Erkennungsmerkmale

Ein wesentlicher Beitrag zur wirksamen Verteidigung besteht für die Zielgesellschaft darin, das eigene Gefährdungspotential zutreffend einzuschätzen. Die allgemeine Gefährdungssituation deutscher Unternehmen wird dabei durch eine unternehmensindividuelle Gefährdungsanalyse zusätzlich verdeutlicht. Letztere stellt auf die Attraktivität der Gesellschaft aus Sicht

⁴⁵ Eingeschlossen sind damit auch Methoden, die mittels provoziertes „Verteuerung“ eine Übernahme jedenfalls erschweren.

⁴⁶ Vgl. zur Terminologie HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 182 m.w.N.

⁴⁷ HARRER/GRABOWSKI, DStR 1992, 1326, 1328 und SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 561, 566 f. fassen unter poison pills lediglich sog. flip-in oder flip-over Bestimmungen zusammen. Dies sind Bestimmungen, wonach bestimmten Altaktionären im Falle des Aktienerwerbs seitens eines Dritten ein Sonderbezugsrecht zu besonders günstigen Konditionen eingeräumt wird, was freilich in Deutschland gegen das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot gemäß § 53 a AktG verstößt; KLEIN, NJW 1997, 2085, 2086 faßt darunter außerdem noch Dividendenerhöhungen und bei Erreichen einer bestimmten Beteiligung die Rückgewährung von Einlagen, von denen der feindliche Bieter ausgenommen ist. Siehe hierzu auch PELTZER, ZIP 1989, 69, 73.

⁴⁸ § 1 B.

eines (feindlichen) Übernehmers ab. Dabei sind die Instrumentarien der strategischen Unternehmensplanung und der Bilanzanalyse zu nutzen.⁵⁰

Für die spezielle Auswahl einer Zielgesellschaft kommt – wie bei jeder Übernahme – ein ganzes Motivbündel in Betracht.⁵¹ Es können etwaige Unternehmensziele der Bietergesellschaft, insbesondere die Ausdehnung auf bestimmte Geschäftsfelder oder Märkte (Branchen oder Länder), die Erhöhung des Marktanteiles, oder im Falle eines „Spekulanten“ auch nur die Rendite oder potentielle Gewinnspanne bei der Wiederveräußerung von Aktienpaketen eine Rolle spielen.

Es sind keine Übernahmemotive des Bieters denkbar, die nur den Besonderheiten einer Akquisition im Wege einer feindlichen Übernahme entsprechen.⁵² Vielmehr kommen sämtliche Übernahmemotive gleichermaßen für freundliche⁵³ und feindliche Übernahmen in Frage. Es lassen sich hier demnach Indikatoren zusammenfassen,⁵⁴ die als Gradmesser sowohl für freundliches als auch feindliches Übernahmeinteresse gegenüber potentiellen Zielgesellschaften dienen.⁵⁵ Einige der – insbesondere rein finanzwirtschaftlich orientierten – Indikatoren spielen freilich bei feindlichen Übernahmeverhaben eine herausragende Rolle.

Für die Einschätzung der konkreten Übernahmegefahr kommt bei feindlichen Übernahmen freilich der Abwehrbereitschaft der Zielgesellschaft eine spezifische Bedeutung zu. Die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebotes an die Aktionäre einer bestimmten Gesellschaft ist zwar nicht vom Einverständnis des Vorstandes dieser Gesellschaft abhängig. Ist jedoch eine Aktiengesellschaft als mögliche Zielgesellschaft in der engeren Wahl des Bieters und gelingt eine mit dem Vorstand der Zielgesellschaft konsenterte Übernahme nicht⁵⁶, so wird der Bieter auch eine feindliche Übernahme erwägen. Dann gilt es freilich bereits im Vorfeld die Erfolgsaussichten eines Übernahmeangebotes gegen den Willen des Vorstandes der Zielgesellschaft abzuschätzen.⁵⁷ Je nach dem, wie dieser Befund ausfällt, wird der Bieter in dieser Phase der Akquisitionsbemühungen ein Übernahmeangebot an die Aktionäre der konkreten Aktiengesellschaft vorbereiten oder davon Abstand nehmen.

⁴⁹ Es erfolgt aber bei den einzelnen Maßnahmen in der Regel ein Hinweis auf die – zum Teil auch in der Fachliteratur – populär gewordenen Begriffe.

⁵⁰ NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 580.

⁵¹ Zu den allgemeinen Erwerbsmotiven siehe HÖLTERS in HÖLTERS Teil I RN 7 ff. Eine Untersuchung der Gründe für den Unternehmenserwerb findet sich auch bei REUL, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 151 ff.; siehe hierzu auch WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 40 ff.

⁵² Eingehend zu den allgemeinen Zielen von Unternehmensakquisitionen siehe BÜHNER, Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen S. 5 ff. sowie KIRCHNER, Strategisches Aquisitionsmanagement, S. 115 ff.

⁵³ Als dem Normalfall für Übernahmen deutscher Zielgesellschaften, mit dementsprechend breitem Erkenntnisstand hinsichtlich der Übernahmemotive.

⁵⁴ Siehe hierzu im folgenden unter *I*.

⁵⁵ So kann z.B. nicht nur für feindliche Übernehmer die Restrukturierung wertvernichtender Konglomerate attraktiv sein. Auch freundliche Übernahmen zielen regelmäßig darauf ab, durch die Ausschöpfung bisher ungenutzter ökonomischer Potentiale Gewinne zu realisieren, anders offenbar jedoch NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573.

⁵⁶ Zum Beispiel weil der Vorstand der Zielgesellschaft seine explizite Ablehnung des Angebotes erklärt hat.

⁵⁷ Siehe im folgenden unter *III*.

Schließlich spielen allgemeine konjunkturelle Schwankungen eine bedeutende Rolle für die Einschätzung der allgemeinen Gefährdungssituation deutscher Aktiengesellschaften und sind somit ein weiterer Indikator für ein bevorstehendes unerwünschtes Übernahmeangebot.⁵⁸

I. Allgemeine Akquisitionsmotive und Auswahlkriterien

1. Börsenkapitalisierung versus wahrer Wert des Unternehmens

Bereits in einer frühen Phase der Akquisitionsentscheidung des Bieters wird der Blick auf die Börsenkapitalisierung (= Anzahl der Aktien multipliziert mit dem Börsenkurs)⁵⁹ der potentiellen Zielgesellschaften fallen. Unter Berücksichtigung der eigenen finanziellen Mittel ist seitens des Bieters zunächst der absolute Preis für den Mehrheitsanteil an geeigneten Zielgesellschaften zu ermitteln.

Von ganz entscheidender Bedeutung kann dann das Verhältnis der Börsenkapitalisierung zum „wahren“ Wert der Gesellschaft sein. Vereinfacht dargestellt, handelt es sich hierbei um das (*objektivierte*) „Preis/Leistungsverhältnis“ eines Kontrollerwerbs über die Zielgesellschaft. Der „wahre“ Wert ermittelt sich nach betriebswirtschaftlichen Bewertungsmethoden, etwa durch Summierung des Wertes aller vorhandenen Wirtschaftsgüter (assets) und Beteiligungen, der Ermittlung des discounted cash-flow (DCF) oder risikoadjustierter Bewertungskennzahlen⁶⁰ et cetera.⁶¹ Liegt eine Unterbewertung der Gesellschaft am Kapitalmarkt vor, so bedeutet dies: Der Wert des Unternehmens ist nach betriebswirtschaftlichen Bewertungsmethoden (deutlich) höher als die Gesamtsumme der ausgegebenen Aktien multipliziert mit dem aktuellen Börsenkurs der Aktie.

Besonders interessant kann für einen feindlichen Bieter die Möglichkeit sein, eventuell vorhandene Tochtergesellschaften oder zusammenhängende assets zu veräußern, ohne daß sich dadurch zwangsläufig der cash-flow der (Mutter-) Gesellschaft radikal verschlechtert. In Deutschland ist bei zahlreichen Gesellschaften zudem ein erheblicher Teil der Ertragskraft nicht ausgewiesen, wodurch diese vom Markt nur mit einem Vorsichtsabschlag bewertet

⁵⁸ Im folgenden unter II.

⁵⁹ Zur Börsenkapitalisierung als Basis zur Bestimmung des Unternehmenswertes siehe GROSSFELD, Unternehmens- und Anteilsbewertung, S. 180 ff.

⁶⁰ Vgl. hierzu eingehend NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 581 f.; zur Bewertung eines Unternehmens für ein wertorientiertes Management, BÜHNER, Harvard Manager, 1990 (1), 36, 37 ff.

⁶¹ Einen wahren Wert gibt es freilich nicht. In der Betriebswirtschaft gibt es keine einheitliche Auffassung über die „richtige“ Methode der Unternehmenswertermittlung, GÖSCHE, Handelsblatt v. 26.4.01, S. B5; zur schwierigen Disziplin der Unternehmensbewertung mit den zahlreichen verschiedenen Verfahren siehe überblicksmäßig PICOT/JANSEN, Handelsblatt v. 16./17.4.1999, S. K3; zur Unternehmensbewertung aus juristischer Sicht siehe GROSSFELD, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, insbesondere für einen Überblick über die verschiedenen Verfahren siehe dort S. 36 ff.; aus betriebswirtschaftlicher Perspektive siehe WÖHE, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 815 ff.

sind.⁶² Die unterdurchschnittliche Marktbewertung kann aber auch eine Managementschwäche andeuten und somit ein Gewinnpotential, das durch Restrukturierungsmaßnahmen ausgeschöpft werden kann. Entsprechendes gilt für den Fall, daß die Einzelteile des Unternehmens getrennt einen höheren Marktwert aufweisen.

Schließlich spielt die Börsenkapitalisierung einer potentiellen Zielgesellschaft auch eine Rolle im Vergleich mit anderen Aktiengesellschaften, insbesondere solchen, die als Bieter in Frage kommen. Insbesondere bei teuren Gesellschaften wird als Zahlungsmittel Geld allein nicht ausreichen. Die zu beschaffende Barsumme wäre zu hoch. Daher ergehen in der Praxis selten reine Barangebote. Vielmehr erfolgt die Akquisition im Wege eines reinen oder kombinierten sogenannten Tauschangebotes.⁶³ Eigene Aktien des Bieters taugen jedoch besonders dann als Akquisitionswährung, wenn sie im Vergleich zur Zielgesellschaft eine gute Performance aufweisen.⁶⁴

2. Strategische Motive, insbesondere Sicherung von Marktanteilen

Je nach Größe der Unternehmen, Branche⁶⁵ und Marktanteilsvolumen in verschiedenen Ländern/Regionen oder Marktsegmenten kann aus Sicht einer potentiellen Zielgesellschaft eine Einschätzung der Übernahmegefahr unter unternehmenspolitischen Aspekten erfolgen. Hierbei sind sowohl solche Synergieeffekte zu betrachten, die durch Kombination mit anderen Unternehmen genutzt werden können, als auch solche, die bereits im eigenen Unternehmen bestehen, aber noch ungenutzt sind.⁶⁶ So können insbesondere Konzentrationsbewegungen in einzelnen Branchen oder Marktsegmenten andere Marktteilnehmer dazu motivieren, mittels Übernahme geeigneter Zielgesellschaften kostensenkende Synergieeffekte in Beschaffung, Produktion oder Vertrieb zu erzeugen.⁶⁷ In ähnlicher Weise können bekannt gewordene Diversifikationsstrategien⁶⁸ einzelner Konzerne oder Großgesellschaften für einschlägige Zielgesellschaften als erstes Warnzeichen einer zielgerichteten Übernahmetätigkeit fungieren.

Mittels einer genauen und regelmäßigen Marktbeobachtung können solche Tendenzen rechtzeitig erkannt werden. Ein Konzentrationsvergleich und ein Umsatzvergleich mit Wettbewerbern aus anderen Ländern kann dabei aufschlußreich sein.

⁶² NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 576.

⁶³ Sowohl kombinierte Tausch/Bar-Angebote als auch reine Tauschangebote bleiben auch nach dem WpÜG grundsätzlich zulässig; siehe § 31 II WpÜG.

⁶⁴ Vgl. hierzu LINK/PLESSOW, Handelsblatt v. 26.4.01, S. B 4.

⁶⁵ In der Bankenlandschaft gelten allerdings *feindliche* Übernahmeveruche als eher selten, weil die von solchen Angeboten ausgehende Unsicherheit dort stärker als in anderen Branchen zu Kundenverlusten und Integrationsproblemen führen kann, vgl. hierzu o.V., FAZ v. 15.5.01, S. 27.

⁶⁶ NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 583.

⁶⁷ Nach dem „Geschäftssystem-Ansatz“ können potentielle Synergieeffekte in den Bereichen Forschung und Entwicklung, Beschaffung, Produktion, Marketing/Vertrieb, Service, Administration und Personal unterschieden werden, vgl. NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 574, 583.

⁶⁸ Zur Risikosenkung sind Diversifikationen denkbar nach Produkten, Betriebsstandorten oder Währungsräumen.

3. Außergewöhnliche Unternehmenspolitiken

Eine besondere Übernahmegefahr kann sich darin manifestieren, daß der Kapitalmarkt und/oder die Öffentlichkeit über mehrere Jahre die Geschäftsstrategie oder deren Umsetzung als unbefriedigend wahrnehmen. Zur eigenen Gefährdungsanalyse sollte sich die Leitung der Gesellschaft mit den Augen eines Aufkäufer betrachten und dabei nach zusätzlichen ökonomischen Potentialen forschen, die durch eine veränderte Leitung erschlossen werden könnten.⁶⁹

Besonders auffällige Unternehmenspolitiken können neben der (negativen) Beeinflussung des Aktienkurses auch unmittelbar die Aufmerksamkeit potentieller (unerwünschter) Bieter hervorrufen. Der Bieter verfolgt dann die Restrukturierung des übernommenen Unternehmens zur Erhöhung dessen Wertes.⁷⁰ Als Beispiel einer außergewöhnlichen unternehmenspolitischen Maßnahme seien extrem hohe oder aber gänzlich fehlende Forschungs- und Entwicklungsausgaben genannt. Im einen Fall kann dadurch eine zu hohe Kapitalbindung, im anderen Fall die Gefahr fehlender Innovations- und Investitionsperspektiven vermutet werden.

II. Konjunkturelle Einflußfaktoren

Konjunkturelle Schwankungen beeinflussen die gesamte Marktsituation und führen zu einer entsprechenden Anpassung aller sonstigen Indikatoren.

1. Große Nachfrage auf dem Markt für Unternehmenskontrolle

Ist auf dem Markt für Unternehmenskontrolle die Nachfrage größer als das „geeignete“ Angebot, so kann eine Gesellschaft in den Kreis potentieller Zielgesellschaften rutschen, obgleich sie von den anderen Indikatoren her nicht besonders stark gefährdet ist. Insoweit handelt es sich hierbei um ein Kriterium, welches alle anderen Indikatoren zusätzlich verstärken kann. Entscheidend ist hier aus Sicht gefährdeter Gesellschaften freilich der Vergleich mit anderen potentiellen Zielgesellschaften (z.B. aus der gleichen Branche).

⁶⁹ NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 580.

⁷⁰ Nach einer Untersuchung der Zielsetzungen von „Contested Offers“ in den USA war immerhin in 68 % der Übernahmefälle die Restrukturierung des Zielobjektes vorrangiges Motiv; dies läßt sich jedoch auf die überwiegende Finanzierung von Übernahmen in den USA (insbesondere in den 80er Jahren) mittels Kapital-Pools und Junk Bonds (oder: high yield bonds) zurückführen, weil diese hochverzinslichen Kapitalquellen mit regelmäßig kurzer Laufzeit den Bieter zu raschem Handeln zwingen, NOLTE/LEBER, DBW 1990, 773, 574 m.w.N.; SÜNNER AG 1997, 276, 278.

2. Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Unter den allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen sind zunächst solche zusammenzufassen, die generell die Übernahmeaktivität bzw. das Transaktionsvolumen erhöhen. So sind insbesondere ansteigende Unternehmensgewinne bei niedrigem Zinsniveau und ein gutes wirtschaftliches Umfeld Faktoren, welche Unternehmen dazu bringen, nach neuen Verbindungen zu suchen, um ihr Umsatzwachstum zu steigern.

Weitere Faktoren sind – insbesondere, wenn beteiligte Gesellschaften über ein hohes Umsatzvolumen oder große Marktanteile verfügen – eine eher zurückhaltende Kartellgesetzgebung⁷¹ und vor allem Praxis der deutschen und europäischen Kartellbehörden. Gleichermäßen bilden günstige Finanzierungsbedingungen und ein insgesamt freundliches Börsenklima einen fruchtbaren Boden für eine rege Übernahmetätigkeit.

III. Kontrollmöglichkeiten eines Gesellschafterwechsels seitens des Leitungsorgans

Grundsätzlich ist jede Gesellschaft ein potentieller Übernahmekandidat.⁷² Dies gilt gleichermaßen für Kapitalgesellschaften wie für Personengesellschaften. Betrachtet werden in der vorliegenden Untersuchung jedoch ausschließlich feindliche Übernahmen, also Übernahmen die nicht im Konsens mit dem Leitungsorgan bzw. der „Leitungsmacht“ der Zielgesellschaft erfolgen. Eine nicht konsentierete Übernahme setzt jedoch voraus, daß der Gesellschafterwechsel nicht (vollständig) von der „Leitungsmacht“ der Zielgesellschaft kontrolliert werden kann. Ein Kontrollwechsel muß ansonsten zwingend im Versuchsstadium stecken bleiben. Es kann also in diesen Konstellationen per definitionem schon nicht zu einer (erfolgreichen) feindlichen Übernahme kommen.⁷³ Dies betrifft insbesondere Gesellschaften, deren Anteile nicht frei handelbar sind: So besteht bei Personengesellschaften⁷⁴ und GmbHs⁷⁵ eine meist sehr enge rechtliche und/oder faktische Bindung zwischen der „Leitungsmacht“ und den Gesellschaftern.

Bei der hier näher zu untersuchenden Rechtsform der Aktiengesellschaft lassen sich feine Abstufungen hinsichtlich der Kontrollmöglichkeiten eines Gesellschafterwechsels seitens des Leitungsorgans (Vorstands) ausmachen. Das Spektrum reicht von der vollständigen Kontrolle bei (nicht börsennotierten) Familiengesellschaften über börsennotierte Aktiengesellschaften

⁷¹ Vgl. WEISNER, S. 1 f.

⁷² So auch WEISNER, S. 2.

⁷³ Vergleiche zur Definition bereits oben, § 2 A. III.

⁷⁴ Bei der OHG und bei der KG liegt die Leitungsmacht (sowohl die Geschäftsführungsbefugnis als auch die Vertretungsbefugnis) grundsätzlich bei den Kapitaleignern.

⁷⁵ Bei der kleinen GmbH sind Geschäftsführer und Gesellschafter häufig personenidentisch, so daß im Hinblick auf die Leitungsfunktion kein Unterschied zur Personengesellschaft besteht, vgl. WÖHE, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 358.

mit einem wesentlichen Anteil an vinkulierten Namensaktien⁷⁶ bis hin zum Fehlen jeglicher Kontrolle bei sonstigen börsennotierten Aktiengesellschaften.⁷⁷ Je geringer die Möglichkeit des Leitungsorgans zur Einflußnahme auf die Gesellschafterstruktur ist, um so größer wird somit die Gefahr eines feindlichen Übernahmeangebotes. Schließlich läßt sich der Bieter bei der Auswahl einer Zielgesellschaft grundsätzlich von den kalkulierten Erfolgsaussichten leiten.

Von grundlegender Bedeutung ist somit die Aktionärsstruktur. Diese läßt sich bei Namensaktien in der Regel exakt feststellen. Bei Inhaberaktien ist das Leitungsorgan – wie auch ein Übernahmeinteressent – auf Schätzungen angewiesen.⁷⁸

Zirkuliert ein wesentlicher Anteil der Aktien einer Gesellschaft frei (sogenannter „free float“), so hat das Leitungsorgan der potentiellen Zielgesellschaft keine (wesentlichen) Vorteile gegenüber einem Bieter, was die Einwirkung auf die Aktionäre zur Meinungsbildung, insbesondere hinsichtlich der Qualität des Übernahmeangebotes, anbelangt. Insofern weisen Gesellschaften mit einer breiteren Streuung ihrer Aktien einen entsprechend höheren Gefährdungsgrad für ein potentielles feindliches Übernahmeangebot auf. Auf im Streubesitz befindliche Aktien kann ein Bieter grundsätzlich leichter zugreifen. Das sich darin manifestierende Gefährdungspotential kann in Einzelfällen durch einen persönlichen Zugriff von Mitgliedern der Geschäftsleitung auf die Aktien der eigenen Gesellschaft teilweise aufgefangen werden. Dies setzt voraus, daß stimmberechtigte Aktien in nicht zu vernachlässigendem Umfang von Mitgliedern des Leitungsorgans gehalten werden.

Sind wesentliche Teile der Aktien in Paketbesitz, so wird es darauf ankommen, ob diese Pakete allein zur Kapitalanlage gehalten werden, oder ob es sich um strategischen Aktienbesitz von Geschäftspartnern der Gesellschaft handelt. In ersterem Falle sind die Aktien für einen feindlichen Bieter in der Regel relativ gut verfügbar.

⁷⁶ Zu vinkulierten Namensaktien siehe noch eingehend unter § 4 A. III. 1.a. (1).

⁷⁷ Insbesondere wenn ausschließlich Inhaberaktien ausgegeben worden sind, können die Gesellschafter Ihre Rechte gegenüber der Gesellschaft ausüben, ohne daß diese deren Identität erfaßt haben muß. Für Namensaktien vgl. dagegen § 67 II AktG.

⁷⁸ NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 581.

C. Verfahren des Erwerbs einer Anteilsmehrheit

Hat sich der Übernehmer auf eine Zielgesellschaft festgelegt, muß er in der Folge über die Form der Übernahme und die Höhe⁷⁹ der angestrebten Beteiligung entscheiden.⁸⁰

Will man aus Sicht des Vorstandes der Zielgesellschaft die Möglichkeiten der Abwehr eines unerwünschten Kontrollwechsels überblicken, so sind zunächst die verschiedenen Varianten zu beleuchten, die dem potentiellen Übernehmer für den Erwerb der Anteilsmehrheit, respektive einer „Kontrollmehrheit“, an der Gesellschaft zur Verfügung stehen. Dabei ist festzuhalten, daß sich die verschiedenen technischen Möglichkeiten des Erwerbs der Aktien, im Falle eines nicht konsentierten (feindlichen) Kontrollwechsels grundsätzlich – insbesondere aus rechtlicher Sicht – nicht vom Falle des freundlichen, also im Einvernehmen mit der Verwaltung der Zielgesellschaft erfolgenden Mehrheitserwerbs unterscheiden. Lediglich wegen ihrer unterschiedlichen Eignung, die Mehrheit der Anteile an der Zielgesellschaft auch ohne das Einvernehmen der Verwaltung zu erwerben, unterscheiden sich die Verfahren aus rein strategischen Erwägungen.

Der Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung kann entweder unmittelbar von vorhandenen Großaktionären, oder über ein beauftragtes Kreditinstitut, aber auch durch Treuhänder oder Strohleute an der Börse erfolgen. Die Übernahmegeschwindigkeit und eine möglichst geringe Publizität können dabei maßgeblich über den Übernahmeerfolg entscheiden. Die Einhaltung der Meldepflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und Aktiengesetz (AktG) sind unabhängig von der Art des Erwerbs zu beachten.

I. Die „freundliche“ Anfrage: „Casual Pass“ und „Bear Hug“

Tendenziell eher selten wird es vorkommen, daß der Bieter direkt oder über eine beauftragte Investmentbank an die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft eine informelle Anfrage (sog.

⁷⁹ Zur Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft wird regelmäßig eine Mehrheitsbeteiligung angestrebt werden. Dabei ist immer noch zu überlegen, wie stark die Mehrheitsbeteiligung sein soll. Darüber hinaus sind jedoch auch Fälle denkbar, in denen eine Kontrolle der Zielgesellschaft auch unterhalb einer Mehrheitsbeteiligung möglich ist. All diese Überlegungen sind abhängig von der Aktionärsstruktur der Zielgesellschaft und deren satzungsmäßigen Festlegungen z.B. hinsichtlich der Stimmrechtsausübung (zum Ganzen noch eingehend im Rahmen der einzelnen Abwehrmaßnahmen, § 4).

⁸⁰ Bei all diesen Überlegungen bedienen sich die Bieter einer ganzen Fülle an Beratern, die immer stärker arbeitsteilig und voneinander abhängig arbeiten. Dies sind Rechtsanwaltskanzleien, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Steuerberater, Unternehmensberatungen und Investmentbanken, Investor Relations-Spezialisten, sowie gegebenenfalls Anlageberater und Fondsmanager. Die entsprechenden Kosten sind beachtlich. Bei der Übernahmeschlacht zwischen Vodafone AirTouch und Mannesmann sollen die Beraterhonorare für die Investmentbanken allein auf Seiten von Vodafone AirTouch 150 Millionen DM betragen haben, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,62866,00.html>; vgl. FAZ v. 28.12.1999, S. 24.

Casual Pass) richtet.⁸¹ Aus Bietersicht kann dies jedoch sinnvoll sein, wenn die Reaktion des Vorstandes der Zielgesellschaft nicht absehbar ist.⁸² Wenn diese erste Anfrage nicht die gewünschte Resonanz findet, folgt regelmäßig in einem zweiten Schritt ein Brief an einen verbreiterten Adressatenkreis, um Druck auf die Zielgesellschaft auszuüben (sog. Bear Hug).⁸³ Damit wird bereits die Möglichkeit artikuliert, ein direktes Angebot an die Aktionäre der Zielgesellschaft, unter Umgehung der Geschäftsleitung zu richten. In Deutschland kann das Schreiben gleichzeitig sämtlichen Mitgliedern des Vorstandes und des Aufsichtsrates zur Kenntnis gebracht werden. Meist wird die schriftliche Anfrage bei der Zielgesellschaft zudem von einem öffentlichen Statement flankiert.⁸⁴

Aus Sicht der Zielgesellschaft besteht die Chance einer vorangestellten Anfrage beim Vorstand darin, das Angriffskonzept des Bieters bereits frühzeitig zu unterlaufen. Die Gefahr beruht jedoch in einer vorzeitigen Beeinflussung der öffentlichen Meinung zugunsten des Bieters. Die „freundliche“ Anfrage bei der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft läßt sich gut als „fair play“ seitens des Bieters verkaufen.

II. Kauf von Anteilen über die Börse („open market purchases“)

Organisatorisch am einfachsten sind Aktienkäufe an der Börse. Vorausgesetzt, daß der Bieter sehr behutsam und diszipliniert vorgeht, kann er eine Paket-, Kontroll-, oder Spekulationsprämie gering halten.⁸⁵ Der Erwerber setzt dann zwischendurch seine Käufe zeitweise aus, um den Kurs wieder fallen zu lassen und Trittbrettfahrer, die auf eine Übernahme spekulieren, durch „Abschüttelbewegungen“ zu entmutigen.⁸⁶ Dabei können regelrechte Akkumulationsprogramme aufgestellt werden, wobei in der Regel mehrere (off-shore-) Broker gleichzeitig zum Aufkaufen beauftragt werden. Ab einem gewissen Volumen lassen sich solche Programme jedoch nicht mehr geheim halten und es erwacht die „Arbitrage Community“⁸⁷, was

⁸¹ Ein solches Vorgehen ist mit zahlreichen Nachteilen verbunden: Die Zielgesellschaft ist frühzeitig gewarnt. Das Vorhaben kann bereits mit der informellen Anfrage im Markt bekannt werden und Arbitrageure mobilisieren. Der Aktienkurs wird dann regelmäßig anziehen.

⁸² Insbesondere, wenn sich die Möglichkeit eines verhandelten Unternehmenskaufs bieten könnte. Ein solcher ist nicht nur wesentlich weniger kostspielig als eine feindliche Übernahme, sondern kann auch die Gefahr des Abwanderns wichtiger Führungskräfte und einen allgemeinen Loyalitätsschwund bei den übrigen Mitarbeitern begrenzen.

⁸³ „Wie der Bär seine Beute umarmt“, wird mit dem Brief das betroffene Unternehmen in die Arme genommen um es nicht mehr loszulassen, vgl. SÜNNER, AG 1987, 276, 277.

⁸⁴ Vodafone AirTouch plc. benutzte bei der Übernahme der Mannesmann AG die Instrumente des „Bear Hug“.

⁸⁵ So hat etwa das Scheichtum Kuweit seine Schachtelbeteiligung an der Hoechst AG über die Börse erworben, ohne daß es zu wesentlichen Kursschwankungen gekommen ist, HÖLTERS in HÖLTERS, Teil I RN 20.

⁸⁶ OTTO, AG 1994, 167, 168.

⁸⁷ Die sog. „Arbitrage Community“ setzt sich aus Aktieninvestoren zusammen, die u.a. auch in sehr großem Stil auf den reinen kurz- oder mittelfristigen Kursgewinn durch Kauf und Weiterveräußerung von einzelnen

gravierende Auswirkungen auf den Aktienkurs haben kann. Der Erwerber kann dann seine Preisvorstellungen für die gewünschte Beteiligungshöhe nicht verwirklichen.

In der Praxis hat der Anteilskauf über die Börse wegen der Gefahr rasch steigender Kurse bislang eine eher untergeordnete Rolle gespielt. Nach Neufassung des § 21 II WpHG ist nunmehr die Überschreitung der 5 und 10 %-igen Stimmrechts-Beteiligungsschwelle⁸⁸ von allen Gesellschaften mit Sitz im Inland meldepflichtig, deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt in einem Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen EWR-Vertragsstaat zugelassen sind.⁸⁹ Damit sind nun auch der geregelte Markt⁹⁰ und der Neue Markt⁹¹ erfaßt.⁹² Nicht erfaßt sind nach wie vor die im Freiverkehr⁹³ gehandelten Werte.⁹⁴ Aber selbst für Aktien im amtlichen Handel und geregelten Markt kann unter Einhaltung der Meldepflichten noch nach Überschreiten der 5 %-Grenze binnen 7 Kalendertagen⁹⁵ ein beträchtlicher Anteil zugekauft werden, so daß im Zeitpunkt der Meldung bereits zwischen 6 % und 10 % der Stimmrechtsanteile an der Zielgesellschaft gehalten werden können.⁹⁶ Eine Kontrollmehrheit kann damit auf diesem Wege jedoch nicht erworben werden und jenseits der 10 %-igen Meldeschwelle bleiben freilich noch die Meldepflichten bei Überschreiten der 25 %-Schwelle und der 50 %-Schwelle nach §§ 20 f. AktG bzw. §§ 21 f. WpHG.⁹⁷

Zur Vermeidung von frühzeitigen Abwehrmaßnahmen und stark ansteigenden Kursen wäre demnach allenfalls ein sehr langsamer Ankauf oder aber ein sehr schneller Kauf (sog. „satur-

Positionen setzen. Die Wiederveräußerung kann dann auch in ganzen Paketen mit entsprechenden Paketzuschlägen erfolgen.

⁸⁸ Das Einsetzen der Meldepflicht bereits bei der 5 %-Schwelle entspricht internationalem Kapitalmarktstandard. So muß auch in den USA, Frankreich, den Niederlanden, Österreich, Belgien und Japan die erste Meldung bei 5 % erfolgen. Großbritannien sieht sogar eine Meldepflicht bereits bei 3 und Italien bei 2 % Beteiligungsbesitz vor. Die frühen Meldepflichten dienen dem Interesse einer möglichst optimalen Transparenz am Kapitalmarkt, siehe KÜMPEL, Wertpapierhandelsgesetz, Systematische Darstellung, S. 134 f. mit Hinweisen auf die Regierungsbegründung (zum zweiten Finanzmarktförderungsgesetz). Hinter dem Transparenzgebot steht der Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte durch einen stärkeren Schutz der Anleger und deren Vertrauen in die Fairneß und Chancengleichheit der Märkte (Beurteilung der Marktchancen für Anleger), vgl. HÜFFER, § 22 Anh. RN 1 sowie KÜMPEL, a.a.O., S. 132, je mit Hinweisen auf die Regierungsbegründung.

⁸⁹ Vor Neufassung des § 21 II WpHG bestand die Meldepflicht nur für im amtlichen Handel notierte Werte (an einer Börse im Bereich der EU oder in einem sonstigen Vertragsstaat des Abkommens über den europäischen Wirtschaftsraum; in Deutschland siehe § 36 ff. BörsG), vgl. hierzu auch WASTL, NZG 2000, 505, 511.

⁹⁰ § 71 ff. BörsG.

⁹¹ § 78 BörsG i.V.m. § 66a BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse; siehe hierzu auch das Regelwerk Neuer Markt, das als Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB) ausgestaltet ist.

⁹² Zur Legaldefinition des organisierten Marktes siehe § 2 V WpHG.

⁹³ § 78 BörsG.

⁹⁴ Für diese bleiben dann nur noch die Meldepflichten nach §§ 20, 21 AktG bei Überschreitung der 25 und 50 %-Schwellen, die freilich für Käufe am offenen Markt kaum eine Rolle spielen; zu den einzelnen Marktsegmenten im Vergleich siehe JÄGER, NZG 1999, 381 ff.

⁹⁵ Vgl. § 21 I 1, 2 WpHG, wonach der Erwerber, der Gesellschaft und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen seit Kenntnis oder „Kennenmüssen“, das Erreichen oder Überschreiten der Beteiligungsschwellen mitzuteilen hat.

⁹⁶ Bis die Zielgesellschaft ihrer Veröffentlichungspflicht nachkommt, dürfen gemäß § 25 I 1 WpHG neun weitere Kalendertage nach Zugang der Mitteilung des Bieters vergehen.

⁹⁷ Zu den Publizitätspflichten siehe noch ausführlich unter § 2 D.III.

day night special“ oder „dawn raid“⁹⁸) denkbar. Ein hierfür erforderliches extrem hohes Verkaufsangebot an der Börse wird sich jedoch seltenst finden. Aktienkäufe am offenen Markt bieten sich jedoch als vorbereitende Maßnahme zur Erzielung einer Kontrollmehrheit in Verbindung mit einem späteren Übernahmeangebot an.

III. Paketkäufe

In Deutschland werden in der Mehrzahl⁹⁹ aller Fälle Unternehmensbeteiligungen nicht über die Börse erworben, sondern in Form sogenannter Paketkäufe durch Übernahme einer größeren Anzahl von Anteilen von einem vorhandenen Großaktionär zu einem mit diesem ausgehandelten Preis.¹⁰⁰ Dies setzt jedoch die Existenz verkaufsbereiter Großaktionäre voraus. Regelmäßig werden in diesen Fällen ganz erhebliche Paketzuschläge fällig: Der Großaktionär läßt sich den Vorteil der akkumulierten Stimmrechtsmacht beim Verkauf „versilbern“.¹⁰¹ Wegen der Schwierigkeiten beim (neuen) Ansammeln einer die Kontrolle in der Gesellschaft vermittelnden Anteilsmehrheit ist das Ganze mehr wert als die bloße Summe seiner Teile. Auch besitzt der Großaktionär etwas, was sonst – außer ihm – niemand auf dem Markt anbieten kann. Dadurch kann der Preis für die Transaktion noch deutlich über dem eines öffentlichen Übernahmeangebotes liegen. Die rechtlichen Rahmenbedingungen sind im übrigen die selben wie beim Kauf über die Börse.

IV. Öffentliches Übernahmeangebot („Tender Offer“)¹⁰²

Unter einem „öffentlichen Übernahmeangebot“ versteht man die gleichzeitige, öffentliche Aufforderung an eine (große) Zahl¹⁰³ von Aktionären der Zielgesellschaft, deren Aktien binnen einer bestimmten Frist zu einem im Angebot genannten Preis (= Barangebot oder cash tender offer) oder durch Tausch gegen andere Aktien (= Umtauschangebot) an den Bieter zu verkaufen. Das Angebot kann mit einer sogenannten Mindestzustimmungsklausel versehen sein: Danach steht das Erwerbsangebot des Bieters unter der aufschiebenden Bedingung, daß die Annahme des Angebotes seitens der Aktionäre der Zielgesellschaft dem Bieter eine bestimmte Mindestbeteiligung verschafft.

⁹⁸ Die Begriffe sind Synonyme, wobei der Begriff „saturday night special“ offenbar der amerikanischen Literatur entstammt, während der Begriff des „dawn raid“ eher in Großbritannien seinen Ursprung hat; so jedenfalls HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 183 m.w.N.

⁹⁹ Vgl. HÖLTERS in HÖLTERS, Teil I RN 20.

¹⁰⁰ Zum Handel mit größeren Aktienpaketen börsennotierter Unternehmen, insbesondere aus aktien-, börsen- und kapitalmarktrechtlicher Sicht, WASTL, NZG 2000, 505 ff.

¹⁰¹ Insbesondere, wenn die Pakete in der Hand von Arbitrageuren sind.

¹⁰² Zu den rechtlichen Grundlagen eines öffentlichen Übernahmeangebotes siehe eingehend *sub D. I.*

¹⁰³ Aus rechtstechnischen Gründen müssen immer alle Aktionäre angesprochen werden. Dennoch muß faktisch freilich keineswegs ein Erwerbsangebot für alle Aktien abgegeben werden. Eine Limitierung kann z.B. erfolgen durch eine Einschränkung des Angebotes, wonach es unter der auflösenden Bedingung der Erreichung einer bestimmten Gesamtbeteiligungsquote steht.

Ein öffentliches Übernahmeangebot wird regelmäßig abgegeben zur Erreichung der Kontrollmehrheit über eine Gesellschaft im Wege der öffentlichen und direkten Ansprache der bisherigen Aktionäre. Das Verfahren ist geeignet für die Erlangung der Kontrollmehrheit bei Publikumsgesellschaften mit möglichst zersplittertem Aktienbesitz. Der Kontrollerwerb mittels öffentlichem Übernahmeangebot kann – allein wegen der höheren Zuschläge¹⁰⁴ – wesentlich teurer als z.B. ein verhandelter Unternehmenskauf sein.

Die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes war in Deutschland bislang eher selten.¹⁰⁵ Freilich war in Deutschland bis zum Inkrafttreten des WpÜG – auch für einzelne Fallkonstellationen – nicht die Abgabe eines sogenannten Pflichtangebotes gesetzlich festgeschrieben. Das WpÜG sieht die Abgabe eines Pflichtangebotes mit Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft vor.¹⁰⁶ Die Kontrollerlangung definiert das Gesetz mit dem „Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft“¹⁰⁷.

Aus rein wirtschaftlicher Perspektive erfolgt die Übernahme durch Zahlung eines Preises pro Aktie¹⁰⁸, wobei dieser Preis regelmäßig erheblich über der aktuellen Börsennotierung liegt.¹⁰⁹ Faktisch findet ein (anteiliger) Unternehmenskauf durch Erwerb von Anteilen an der Zielgesellschaft statt (sogenannter share deal). Es wird dabei nicht eine (Gesamtheit) von Vermögenswerten übertragen (sogenannter asset deal), sondern – je nach erworbener Beteiligungshöhe – eine Beteiligung an sämtlichen Vermögensgegenständen der Zielgesellschaft.

Im Vergleich zum Aufkauf über die Börse ist ein öffentliches Übernahmeangebot zwar wesentlich komplizierter und erheblich teurer,¹¹⁰ jedoch stellt es in den meisten Fällen die einzig realistische Möglichkeit zum feindlichen Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung dar. Dies liegt vor allem daran, daß der Paketbesitz an deutschen Gesellschaften regelmäßig strategisch-unternehmenspolitisch motiviert und vielfach wechselseitig ist. Ein Mehrheitsaktionär gibt in solchen Fallkonstellationen seine beherrschende Beteiligung nicht ohne Einvernehmen mit dem Vorstand der Zielgesellschaft ab, weil er regelmäßig im Zusammenwirken mit dem Vorstand seine strategischen Ziele verfolgt.

¹⁰⁴ Wegen des aufwendigen Verfahrens kommen noch erhebliche Kosten für die Exekution des Übernahmeangebotes, für Beratungs- und Dienstleistungsaufwand sowie für Werbemaßnahmen dazu.

¹⁰⁵ Siehe hierzu WYMEERSCH, AG 1995, 299, 305 ff., insbesondere 307, mit einem umfassenden Vergleich der Übernahmeangebote in den bedeutenden europäischen Staaten. WYMEERSCH will zwischen 1988 und 1992 nur vier Transaktionen in Deutschland ausmachen, die Übernahmen gleichgestellt werden könnten.

¹⁰⁶ § 35 I 1 i.V.m. II 1 WpÜG.

¹⁰⁷ So die Legaldefinition in § 29 II WpÜG; im einzelnen siehe hierzu noch sub *D.I.3.b.ee*. Zur rechtstatsächlichen Frage nach dem Kontrollbegriff unter Hinweis auf die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz siehe bereits oben sub *A.I*.

¹⁰⁸ Der Preis kann entweder in bar oder in eigenen Wertpapieren des Bieters zum Tausch angeboten werden.

¹⁰⁹ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 182 m.w.N.

¹¹⁰ Die Broker-Gebühren beim Kauf über die Börse sind vergleichsweise niedrig. Im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebotes rechnet man mit Transaktionskosten in Höhe von durchschnittlich 10-13 % des gesamten Transaktionsvolumens.

V. Proxy Fight

Die bisher erörterten Methoden zur Erlangung der Kontrolle der Zielgesellschaft führen alle über den Weg der Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft. Diese vermittelt dem Übernehmer originäre Stimmrechtsmacht in Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte. Damit erlangt er im Rahmen des (dinglichen) Eigentumsrechtes nicht nur dauerhaft Verfügungsmacht über seine Wertpapiere in Form der Aktien, sondern automatisch auch dauerhafte Verfügungsmacht über die damit verliehenen mitgliedschaftlichen Stimmrechte in der Hauptversammlung.

Die Stimmrechtsmacht kann ein Übernahmeinteressent jedoch auch mittels – von anderen Aktionären – geliehener Stimmen erlangen, um diese schließlich zum „Kampf“ um die Verwaltungsmacht einzusetzen (sog. Proxy Fight). Das Phänomen war in den 50iger und 60iger Jahren¹¹¹ in den USA eine bevorzugte Taktik für feindliche Übernahmen.

In Deutschland können insbesondere vor größeren Hauptversammlungen einzelne (Klein-)Aktionäre in Opposition zu den Verwaltungsvorschlägen den übrigen Mitaktionären ihre Gegenanträge (durch die Gesellschaft) mitteilen lassen und um ihre Stimmen werben. Grundsätzlich hat der einzelne Aktionär gemäß §§ 125, 126 AktG einen Anspruch auf entsprechende Anpassung der Tagesordnungspunkte der Hauptversammlung, jedoch sind solche Anträge selten erfolgreich. Schließlich müßten dabei die Kleinaktionäre motiviert werden, ihre Depotbanken anzuweisen, im gewünschten Sinn zu stimmen. Dies wird jedoch regelmäßig an der weit verbreiteten Apathie der Einzelaktionäre scheitern.¹¹² Darüber hinaus kann ein etwaiger seriöser Übernahmeinteressent auch direkt versuchen, eine oder mehrere größere Depotbanken für seine Pläne zu gewinnen. Im Falle einer seriösen und taktisch klugen Vorgehensweise ist dies zwar nicht aussichtslos, jedoch sind die Erfolgsaussichten schwer kalkulierbar.

Als konkreter Abstimmungsgegenstand kommt im Kontext eines beabsichtigten Kontrollwechsels neben statutarischen Änderungen im Hinblick auf einen erleichterten Kontrollwechsel in der Hauptversammlung¹¹³ und/oder in den Handlungsorganen¹¹⁴ der Zielgesellschaft auch der Austausch von Mitgliedern des Aufsichtsrates in Betracht. Ganz abgesehen von den ohnehin hohen Voraussetzungen¹¹⁵, kann dabei aber unmittelbar nur die Besetzung des Aufsichtsrates verändert werden.

Keinesfalls kann direkt eine Neubesetzung des Vorstandes veranlaßt werden. Nachdem jedoch die Stimmrechtsmacht nur eine geliehene ist, wirkt sie nicht dauerhaft, sondern nur solange die „Überzeugung“ der Aktionäre aufrechterhalten werden kann. Soll auch noch

¹¹¹ Zu einer Zeit, in der es noch keine Tender Offer Regulierung gab, ehe im Jahre 1968 der sogenannte Williams Act eingeführt wurde.

¹¹² Vgl. hierzu von ROSEN, Repräsentanz der Streubesitzaktionäre, S. 289, 292.

¹¹³ Etwa die Abschaffung von Stimmrechtsbeschränkungen (Höchststimmrechte) oder Einführung von Mehrfachstimmrechten (vorbehaltlich deren rechtlicher Zulässigkeit) oder Aufhebung von Vinkulierungsklauseln oder Veränderung der Kapitalstruktur (Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes) etc.; siehe hierzu noch eingehend sub § 4 A.III.1. und 2.

¹¹⁴ Siehe hierzu eingehend sub § 4 A.III.3.

¹¹⁵ Siehe dazu im einzelnen noch eingehend unten in § 4.

Einfluß auf den Vorstand gewonnen werden oder gar die Kontrolle im Vorstand übernommen werden, bedarf es eines langen Durchhaltevermögens des Übernahmeinteressenten. Das Risiko, daß die „geliehene“ Stimmrechtsmacht nicht lange genug stabil bleibt, ist erheblich.

Will der Übernahmeinteressent lediglich statutarische Regelungen, die einen möglichen Kontrollwechsel in der Gesellschaft regeln, beeinflussen, so handelt es sich nur um begleitende Maßnahmen.¹¹⁶ Vordergründig geht es dem Übernehmer um die stimmberechtigte Mitgliedschaft und damit dauerhafte Kontrollerlangung in der Zielgesellschaft mittels originärer Stimmrechtsmacht. Die zu diesem Zwecke verfolgte Einflußnahme auf die Satzungsautonomie der Hauptversammlung wird daher im Rahmen der Umgehungsmöglichkeiten der einzelnen Abwehrmaßnahmen in § 4 eingehend behandelt.

Zwar können die finanziellen Mittel im Rahmen eines proxy fight viel stärker zielgerichtet eingesetzt werden, wodurch sich ganz erhebliche Kostenvorteile bei der Kontrollerlangung ergeben.¹¹⁷ Den deutlich geringeren Kosten stehen jedoch die dargestellten faktischen und rechtlich bedingten Hindernisse entgegen. Zur Übernahme der Kontrolle wurde dieses Instrument in Deutschland daher bisher kaum verwendet.

¹¹⁶ Zum Beispiel in Kombination mit einem Öffentlichen Übernahmeangebot.

¹¹⁷ Im Einzelfall kann ein Proxy Fight attraktiv sein, wenn Wert und Marktpreis der Gesellschaft nahe beieinander liegen und der Bieter besonders hohe Transaktionskosten vermeiden will.

D. Die rechtlichen Parameter einer feindlichen Übernahme deutscher Zielgesellschaften

Neben den faktischen Rahmenbedingungen für Unternehmensübernahmen, die der deutsche Kapitalmarkt und das Bankwesen bereitstellen, sind für die Darstellung der denkbaren zulässigen Abwehrmaßnahmen die rechtlichen Grundlagen und Grenzen maßgebend. Im folgenden soll ein grober Überblick über die im Kontext von Abwehrmaßnahmen gegenüber feindlichen Übernahmeversuchen spezifisch relevanten Vorschriften gegeben werden.¹¹⁸

I. Übernahmeregelungen

1. Historischer Exkurs: Der Übernahmekodex¹¹⁹

Öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren und zur Übernahme von Unternehmen waren in Deutschland – im Gegensatz zu anderen führenden Finanzmärkten – bis zum Inkrafttreten des WpÜG im Januar 2002 nicht gesetzlich geregelt. Es existierte nur der Übernahmekodex. Dabei handelte es sich um eine von der Börsensachverständigenkommission¹²⁰ erstellte Empfehlung von Verhaltensnormen für die an freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten beteiligten Parteien.¹²¹ Als bloße Empfehlung hatte der Kodex keine Gesetzeskraft sondern war lediglich ein Instrument der Selbstregulierung. Rechtliche Bedeutung gewann er erst durch freiwillige Unterwerfung. Der Kodex war zum 1.10.1995 in Kraft getreten und war mit Wirkung ab 1.1.1998 geringfügig geändert worden.¹²² Der Übernahmekodex wurde im we-

¹¹⁸ Die Übersicht kann keine abschließende Darstellung sämtlicher rechtlicher Normen bilden, die im Zusammenhang einer feindlichen Übernahme relevant werden können. Vielmehr soll sie einen Überblick über die einschlägigen, zentralen rechtlichen Regelungen geben, die dem nicht mit dem Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft abgestimmten Übernahmeszenario ihr besonderes Gepräge geben.

¹¹⁹ Abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 74 ff. und in AG 1998, 133 ff. (jeweils in der letzten Fassung mit den Änderungen durch Bekanntmachung der Börsensachverständigenkommission vom 28.11.1997, in Kraft getreten am 1.1.1998).

¹²⁰ Die Börsensachverständigenkommission (BSK) ist gebildet beim Bundesministerium der Finanzen in Übereinkunft mit den deutschen Börsen. Sie berät u.a. die Bundesregierung in Kapitalmarktfragen und Börsenfragen.

¹²¹ Siehe hierzu die Einleitung zum Übernahmekodex, abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 76.

¹²² Der Übernahmekodex hatte die – von der Praxis weitgehend unbeachteten – Leitsätze der Börsensachverständigenkommission vom Januar 1979 („Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten“) abgelöst. Die Leitsätze enthielten (ebenfalls) lediglich unverbindliche Empfehlungen, die Verhaltenspflichten des Übernehmers zum Gegenstand hatten. Im wesentlichen war dies: Ein Transparenzgebot für die Konditionen des Übernahmeangebotes, die Darlegung der verfolgten Ziele, Verbote des Insiderhandels, sowie das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre im Rahmen der Preisbildung. Adressiert waren die Leitsätze nur an solche Übernehmer, die den Erwerb von

sentlichen dem „City Code on Takeovers and Mergers“¹²³ in Großbritannien nachgebildet.¹²⁴ Hier wie dort ging es nicht um die materielle Prüfung von Übernahmen, sondern um die Einhaltung von Spielregeln. Insbesondere sollte der Kodex dazu beitragen, daß öffentliche Angebote all die Informationen enthalten, die für eine sorgfältige und sachgerechte Entscheidung der Wertpapierinhaber und der Organe der Zielgesellschaft notwendig sind.¹²⁵

Die wesentlichen Regelungsinhalte des Übernahmekodex¹²⁶ waren:

Es erging eine grundsätzliche Empfehlung zu freundlichen Übernahmeangeboten (vgl. Art. 4 Übernahmekodex).¹²⁷ An den Inhalt eines Angebotes wurden in Art. 7 Übernahmekodex bestimmte Mindestanforderungen gestellt, die ein faires Verfahren gewährleisten sollten. Mit Erreichen der Kontrolle über die Zielgesellschaft erfolgte die Auslösung eines Pflichtangebotes an alle Aktionäre mit einer Festsetzung des Preises, der in einem angemessenen Verhältnis zum höchsten Börsenkurs der letzten drei Monate vor Erreichen der Kontrolle stehen mußte (Art. 16, 17 Übernahmekodex).¹²⁸ Des weiteren sollte ein (auch für den Einzelaktionär) transparentes Übernahmeverfahren, die Gleichbehandlung der Aktionäre (insbesondere eine etwaige pro rata Zuteilung) und ein ausgeprägter Schutz der Minderheitsaktionäre (vgl. Art. 1, 3, 16, 17 Übernahmekodex) gewährleistet werden. Bieter und Zielgesellschaft waren während des Laufs der Annahmefrist verpflichtet, alles zu unterlassen, was außergewöhnliche Kursbewegungen zur Folge haben könnte (Art. 3 Übernahmekodex). Nach Art. 19 Übernahmekodex schließlich galt für die Verwaltung der Zielgesellschaft ein Neutralitätsgebot.

Der Kodex wurde als flexibles Instrument konzipiert, das im Laufe der Zeit gemäß den Erfahrungen aus der Praxis angepaßt werden sollte.¹²⁹ Entsprechend dem britischen Takeover Panel war in Deutschland eine Übernahmekommission¹³⁰ gebildet worden. Diese hatte eine Kontroll- und Schiedsinstanz bei öffentlichen Übernahmeverfahren dargestellt. Von seiner

amtlich notierten oder im geregelten Markt gehandelten Aktien verfolgten. Für den Vorstand der Zielgesellschaft enthielten sie hingegen (noch) keine Verhaltensregeln; vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 684. Zur Entstehung des Übernahmekodex siehe ÜBERNAHMEKOMMISSION, GESCHÄFTSSTELLE (Hrsg.) „Drei Jahre Übernahmekodex – Bericht der Übernahmekommission“, Frankfurt a.M. 1999, S. 9 ff.

¹²³ Abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 292 ff.

¹²⁴ Siehe zur Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien im City Code on Takeovers and Mergers, ROSSKOPF, S. 86 ff., STERN in DORALT/NOWOTNY/SCHAUER (Hrsg.), Takeover-Recht, S. 51 ff.; PRENTICE in KREUZER (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, S. 133 ff.; ZINSER, Übernahmeangebote, S. 79 ff.

¹²⁵ Einleitung zum Übernahmekodex, abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 76.

¹²⁶ Vgl. hierzu etwa ASSMANN, AG 1995, 563 ff., DIEKMANN, WM 1997, 897 ff., GROSS, DB 1996, 1909 ff., KALLMEYER, AG 1996, 169 ff., KIRCHNER/EHRICKE, AG 1998, 105 ff., SCHUSTER, Die Bank 1995, 609 ff., THOMA, ZIP 1996, 1725 ff., zu den Mängeln des Übernahmekodex KALLMEYER, ZHR 1997, 435 ff.

¹²⁷ Vgl. die Anmerkungen der Übernahmekommission zu Art. 4 Übernahmekodex, SCHUSTER/ZSCHOCKE, S. 122.

¹²⁸ Zum Pflichtangebot nach dem Übernahmekodex siehe KALLMEYER 1997, 2147 ff., zum erweiterten Pflichtangebot nach der Änderung des Übernahmekodex zum 1.1.1998 WIRTH/WEILER, DB1998, 117 ff.

¹²⁹ Einleitung zum Übernahmekodex, abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 76.

¹³⁰ Diese wiederum war bei der Deutsche Börse AG angesiedelt. Die Mitglieder wurden von der Börsensachverständigenkommission berufen. Als Exekutivorgan stand der Übernahmekommission eine Geschäftsstelle zur Seite, vgl. Begriffsbestimmungen des Übernahmekodex, „Übernahmekommission“ und „Geschäftsstelle“, abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 76 ff.

Rechtsnatur her hatte der Kodex zwar lediglich den Wert einer Empfehlung und war daher mangels Gesetzeskraft rechtsunverbindlich. Die Anerkennungserklärung gegenüber der Übernahmekommission¹³¹ begründete nach zutreffender Ansicht keine rechtlichen Bindungen.¹³² Der Kodex war nicht öffentlich-rechtlicher Natur, sondern hatte freiwillige Verhaltensregeln aufgestellt.¹³³ Die Anerkennung konnte aber auch nicht als (privatrechtlicher) Vertrag qualifiziert werden, weil auf Seiten des Erklärungsempfängers kein rechts- und geschäftsfähiger Vertragspartner stand.¹³⁴ Wenn jedoch die Anerkennung des Kodex keinen Vertrag zwischen dem anerkennenden Unternehmen und der Übernahmekommission begründet hatte und zu keinen rechtlich verbindlichen Verpflichtungen des Anerkennenden geführt hatte, so konnte damit auch kein Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter (etwa zugunsten der Zielgesellschaftsaktionäre) begründet werden.¹³⁵ Eine rechtliche Bedeutung *inter partes* hatte der Übernahmekodex jedoch durch Einbeziehung des Übernahmekodex in den Aktienkaufvertrag, respektive in das Kaufangebot, erlangt. Verpflichtete sich der Bieter im konkreten Kaufangebot – gemäß den Bestimmungen des Kodex¹³⁶ – zur Einhaltung des Kodex, so war eine etwaige Verletzung der Kodexregelungen vor den ordentlichen Gerichten *justitiabel*. Dann wurden nämlich die den Bieter betreffenden Bestimmungen des Kodex Bestandteil der vorvertraglichen bzw. vertraglichen Beziehungen zwischen dem Bieter einerseits und den Aktionären andererseits. Damit konnten sich z.B. wegen Verstoßes gegen Bestimmungen des Kodex hinsichtlich der Preisgestaltung etwaige Nachbesserungspflichten oder Schadensersatzpflichten des Bieters gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft ergeben.¹³⁷

Die Unterwerfung unter den Übernahmekodex war schließlich zum DAX- und MDAX-Kriterium sowie zur Zulassungsvoraussetzung für den Neuen Markt¹³⁸ geworden. Jedoch betraf dies nicht bereits vor Inkrafttreten des Kodex etablierte Börsenwerte. Ohnehin hatte diese Sanktion für ausländische Unternehmen keine Bedeutung. Immerhin veröffentlichte die

¹³¹ Genauer gegenüber der Geschäftsstelle der Übernahmekommission, die bei der Deutschen Börse AG in Frankfurt angesiedelt war. Bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 164 ist ein Formular für eine Anerkennungserklärung abgedruckt.

¹³² Zur Rechtsnatur der Anerkennungserklärung siehe auch ZINSER, Übernahmeangebote, S. 225 f.

¹³³ Weder die Börsensachverständigenkommission noch die Übernahmekommission noch ihre Geschäftsstelle sind bzw. waren Träger öffentlicher Gewalt, GROSS, DB 1996, 1909.

¹³⁴ Weder die Börsensachverständigenkommission noch die Übernahmekommission noch deren Geschäftsstelle sind bzw. waren eine juristische Person, GROSS, DB 1996, 1909, 1910 m.w.N.

¹³⁵ WEISSGERBER, ZHR1997, 421, 426; für eine etwaige Drittwirkung der Anerkennungserklärung ließen sich auch Art. 21 des Übernahmekodex, wo das Anerkennungsverfahren geregelt war, keine entsprechenden Hinweise entnehmen. Gegen einen Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter spricht auch, daß das Schutzbedürfnis des Aktionärs aufgrund seiner eigenen direkten vorvertraglichen oder vertraglichen Beziehung mit dem Bieter entfallen würde und im übrigen der Kreis der geschützten Dritten für den Bieter als Schuldner nicht erkennbar wäre, vgl. im einzelnen GROSS, DB 1996, 1909, 1910 m.w.N.

¹³⁶ Artikel 7 Nr. 18 Übernahmekodex sah ein entsprechendes Gebot zur Verpflichtung vor.

¹³⁷ Zu denken ist hierbei etwa an die Rechtsinstitute der pVV (positive Vertragsverletzung, d.h. schuldhaftes Leistungsstörung, Schlechterfüllung) oder *cic* (*culpa in contrahendo*, d.h. Verschulden bei Vertragsverhandlung, Pflichtverletzung vor bindendem Vertragsangebot). Seit der Schuldrechtsreform sind die Rechtsinstitute geregelt in den §§ 280 I BGB (pVV) sowie 311 II BGB (*cic*).

¹³⁸ Vgl. KERSTING, AG 1997, 222, 226; zum Neuen Markt und zu den Zulassungsvoraussetzungen, insbesondere im Vergleich zu NASDAQ und EASDAQ siehe noch HARRER/ERWE, RIW 1998, 661, 662 ff; JÄGER, NZG 1999, 381, 384 f.; zum Neuen Markt siehe auch FAZ v. 6.3.2000, Sonderbeilage „Börsensegment Neuer Markt“.

Übernahmekommission regelmäßig eine Liste der Unternehmen, die den Kodex anerkannt hatten und es erfolgte eine entsprechende Kennzeichnung der börsennotierten Gesellschaften im Kursteil der Börsen-Zeitung.¹³⁹ Ein zusätzlicher faktischer Druck zur Anerkennung sollte durch die Einbindung der (inländischen) Wertpapierdienstleistungsunternehmen geschaffen werden. Erkannten diese den Kodex an, so galt ein sogenannter Begleitungsverzicht¹⁴⁰ als vereinbart, falls die bei einem Übernahmeangebot zu begleitende Partei den Kodex nicht anerkennen oder nicht beachten würde.¹⁴¹

Insgesamt hatte der Übernahmekodex trotz seines freiwilligen Charakters zwar erhebliche faktische Wirkungen entfaltet. Insbesondere in seiner praktischen Anwendung hatte sich der Übernahmekodex bewährt.¹⁴² Selbst die meisten ausländischen Bieter hatten sich im Falle eines freiwilligen Übernahmeangebotes an die Regeln des Kodex gehalten.¹⁴³ Allerdings war der Übernahmekodex nicht in dem gleichen Umfang zur Kapitalmarktusance geworden wie die Selbstregulierung in anderen Ländern, etwa der City Code on Takeovers and Mergers in Großbritannien. Eine große Zahl börsennotierter Gesellschaften war nicht bereit, ihr Verhalten am Kapitalmarkt (von vornherein) den Regeln des Kodex zu unterwerfen.¹⁴⁴ Der Übernahmekodex hatte keine flächendeckende Anerkennung gefunden¹⁴⁵: Von den DAX-100-Gesellschaften verweigerten sich rund ein Drittel und auch von den DAX-30-Gesellschaften hatten nicht alle den Kodex anerkannt.¹⁴⁶

Demgemäß war selbst die Börsensachverständigenkommission zu dem Ergebnis gekommen, daß mit dem selbstverpflichtenden Übernahmekodex (unter Verzicht auf gesetzliche Vorschriften) die regulatorische Lücke bei Unternehmensübernahmen nicht geschlossen werden konnte und hatte daher bereits im Februar 1999 dem Gesetzgeber empfohlen, tätig zu werden.¹⁴⁷

¹³⁹ Die Kennzeichnung erfolgte im Kursteil durch ein „ü“, vgl. WEISGERBER, ZHR 1997, 412, 424 m.w.N.

¹⁴⁰ D.h. die Wertpapierdienstleister sollten dann an solchen Übernahmeangeboten nicht mitwirken, bei denen die beteiligten Gesellschaften sich nicht an den Kodex hielten.

¹⁴¹ Vgl. hierzu den eindeutigen Wortlaut des Formulars der Anerkennungserklärung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, abgedruckt bei SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 166; zu Anerkennung und Rolle des begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens siehe GROSS, DB 1996, 1909 ff.

¹⁴² Zu den Erfahrungen mit dem Übernahmekodex in der Praxis, insbesondere zur Statistik über Übernahmen unter Beachtung des Übernahmekodex und Beteiligung der Übernahmekommission siehe ÜBERNAHMEKOMMISSION, GESCHÄFTSSTELLE (Hrsg.) „Drei Jahre Übernahmekodex – Bericht der Übernahmekommission“, Frankfurt a.M. 1999, S. 25 ff.

¹⁴³ Anders freilich, wenn es um die Abgabe eines Pflichtangebotes ging.

¹⁴⁴ Zu den Gründen der mangelnden Akzeptanz siehe WEISGERBER, ZHR 1997, 421, 425 ff.

¹⁴⁵ Im April 2001 hatten von 1016 börsennotierten inländischen Unternehmen (ohne Freiverkehr) lediglich 755 börsennotierte Gesellschaften, darunter 86 Unternehmen des DAX-100, den Kodex anerkannt, vgl. die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, S. 63. Im Juni 1999 hatten von damals 4004 börsennotierten (in- und ausländischen) Aktiengesellschaften 575 sowie weitere 88 nicht börsennotierte Unternehmen den Kodex anerkannt; Quelle: Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.), DAI-Factbook 1999, Blatt 02-4.

¹⁴⁶ NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 16 m.w.N.

¹⁴⁷ Siehe dazu sogleich *sub* 3.

2. Übernahmerichtlinie der EU

Mit einer europarechtlichen Übernahmeregulierung wurde das Ziel verfolgt, daß die Aktionäre börsennotierter Gesellschaften im Falle eines Kontrollwechsels in einer Gesellschaft im Binnenmarkt gleichwertige Schutzbestimmungen vorfinden und ein gewisses Maß an Transparenz während des Angebotsvorganges gewährleistet ist.¹⁴⁸

Am 4. Juli 2001 hatte jedoch das Europäische Parlament mit einem spektakulären Abstimmungsergebnis den gemeinsamen Entwurf des Vermittlungsausschusses von Rat, Parlament und Kommission¹⁴⁹ endgültig abgelehnt.¹⁵⁰ Die Richtlinie gilt damit gemäß Artikel 251 V des EG-Vertrages als nicht erlassen.¹⁵¹

Ob diese Richtlinie tatsächlich jemals erlassen werden würde, war in allen Phasen ihrer Entwurfsentwicklung unsicher.¹⁵² Die Übernahmerichtlinie hatte bereits eine lange Geschichte hinter sich.¹⁵³ Seit 1974 gab es Bestrebungen zu einer einheitlichen europäischen Regelung für Unternehmensübernahmen. Der Kommission gelang es erstmals 1989 einen Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote vorzulegen. Mangels Einigkeit im Rat wurden die Beratungen im Juni 1991 ausgesetzt und im Februar 1996 legte die Kommission einen stark verkürzten Vorschlag für eine „Rahmenrichtlinie“ vor und ersetzte diesen im November 1997 durch einen geänderten Vorschlag für eine Dreizehnte Richtlinie.¹⁵⁴ Schließlich konnte der Rat nach etlichen Kontroversen im Juni 2000 endlich einen gemeinsamen Standpunkt verabschieden.¹⁵⁵ Das Europäische Parlament jedoch

¹⁴⁸ Zum Regelungsziel im einzelnen siehe nur SCHWARZ, Europäisches Gesellschaftsrecht RN 782.

¹⁴⁹ Zu den Kontroversen der letzten Wochen und Monate bis zu einer (vorläufigen) Einigung siehe FAZ v. 3.7.2001, S. 14: „Die Übernahmerichtlinie könnte fallen“ und S. 15: „Das Ringen um das Übernahmerecht geht in die letzte Runde“; FAZ v. 7.6.2001, S. 17, S. 22: „Der lange Weg zu europäischen Übernahmeregeln“ und der Berichterstatter im Parlament LEHNE: „Das Vermittlungsverfahren war ein Desaster“ sowie HOPT, S. 23: „Die Bundesregierung hat sich unglaublich dilettantisch verhalten“; ZIMMER, FAZ v. 5.6.2001, S. 14; FAZ v. 5.6.2001, S. 13; FAZ v. 31.5.2001, S. 17.; FAZ v. 22.5.2001, S. 17; SCHUBET, FAZ v. 14.5.2001; KRAUSE, FAZ v. 9.5.2001, S. 15; FAZ v. 8.5.2001, S. 17; FAZ v. 3.5.2001, S. 17; FAZ v. 8.12.2000, S. 13: „Gezerre um die EU-Übernahmerichtlinie“; FAZ v. 11.11.2000, S. 23; FAZ v. 31.8.2000, S. 20; FAZ v. 13.9.2000, S. 19 mit Stellungnahmen von REISCH als Generalbevollmächtigter von VW sowie NEYE (Bundesjustizministerium). Und bereits im März 2000: FAZ v. 6.3.2000, S. 17: „EU-Regeln für Übernahmen jetzt greifbar nahe“.

¹⁵⁰ Kurz zuvor hatte noch im Juni 2001 der Rat kurz vor Ablauf der mehrwöchigen Frist im Vermittlungsausschuß von Parlament und Ministerrat dem Kompromiß zugestimmt. Diesem Kompromiß hatte jedoch das Plenum mit einem Patt (273 zu 273 Stimmen) nicht zugestimmt. Nach der Geschäftsordnung gilt dies als Ablehnung, FAZ v. 5.7.2001, S. 13 sowie FAZ v. 5.7.2001, S. 1.

¹⁵¹ Zum institutionellen und europarechtlichen Hintergrund des Richtlinienvorschlags siehe NIESSEN in KREUZER (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, S. 35 ff.

¹⁵² Vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 685, der bereits 1991 nicht absehen können wollte, ob der damals aktuelle Vorschlag der EG-Kommission jemals zu einer gesetzlichen Koordinierung führen würde und dies eher mit Skepsis beurteilte.

¹⁵³ Zur Entwicklung der Bemühungen um eine Übernahmerichtlinie siehe SCHWARZ, Europäisches Gesellschaftsrecht, RN 783 ff. Vgl. auch die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, S. 63.

¹⁵⁴ KOM (1997) 565 endg.=Abl. C 378 vom 13.12.1997, S. 10=ZIP 1997, 2173 ff.

¹⁵⁵ Zunächst gab es vor allem zwischen Spanien und Großbritannien wegen Gibraltar Differenzen, die dann jedoch beigelegt werden konnten: Spanien hatte befürchtet, daß bei Einrichtung eines Börsenplatzes in Gibraltar die schärferen spanischen Schutzbestimmungen umgangen werden könnten, vgl. hierzu FAZ v. 22.6.1999, S. 19 und v. 21.6.1999, S. 19 sowie v. 14.12.1999, S.26.

beschloß im Dezember 2000 umfangreiche Änderungen des gemeinsamen Standpunktes. Diese Änderungen trugen weitgehend eine deutsche Handschrift und sahen unter anderem vor, korrespondierend zu dem bereits vorgelegten Entwurf für ein deutsches Übernahmegesetz, Abwehrmaßnahmen zuzulassen, sofern die Zielgesellschaft eine entsprechende Ermächtigung durch die Hauptversammlung erteilt hat.¹⁵⁶ Damit wurden jedoch die Vorbehalte der britischen Regierung heraufbeschworen, was in das eingangs erwähnte Vermittlungsverfahren mündete.

Trotz dem Scheitern der Richtlinie ist die Debatte jedoch keineswegs beendet. Aufgrund der europaweiten Bedeutung des Regelungsgegenstandes ergingen bereits bald darauf neue Anläufe für eine Übernahmerichtlinie.¹⁵⁷ Im Oktober 2002 hatte die Kommission schließlich einen neuen Richtlinienvorschlag vorgelegt.¹⁵⁸ Wann und vor allem in welcher Form es jedoch zu einer Einigung zwischen den Mitgliedstaaten kommen wird, bleibt ungewiß. Im Falle einer EU-Regelung müßte diese freilich in nationales Recht umgesetzt werden und das bestehende nationale Übernahmegesetz müßte entsprechend angepaßt werden.

Inhaltlich waren die Entwürfe weitgehend an den City Code angelehnt.¹⁵⁹ Wesentliche Regelungsgedanken waren der Schutz der Minderheitsaktionäre, allgemeine Verfahrensgrundsätze für Unternehmensübernahmen sowie Verhaltenspflichten für die Verwaltung der Zielgesellschaft im Falle eines Angebotes.¹⁶⁰ Der Minderheitenschutz fand seine Ausprägung insbesondere im Postulat eines obligatorischen Übernahmeangebots des Bieters an alle anderen Aktionäre der Zielgesellschaft. Die Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebotes wird dabei ausgelöst, sobald der Bieter einen die Kontrolle über die Gesellschaft vermittelnden Anteil der stimmberechtigten Aktien der Zielgesellschaft – unter Einrechnung bereits gehaltener Anteile – erwirbt.

¹⁵⁶ Vgl. WEBER-REY, Handelsblatt v. 26.4.2001, S. B 3.

¹⁵⁷ Der EU-Binnenmarktkommissar Bolkestein wollte sogar noch im Jahr 2001 einen neuen Anlauf zur Verabschiedung einer Gemeinschaftsregelung nehmen, FAZ v. 12.7.2001, S. 13; skeptisch schon damals jedoch SUTHERLAND (ehemals EU-Wettbewerbskommissar und nunmehr Chairman von Goldman Sachs International), FAZ v. 6.7.2001, S. 27. Auch der zuständige Berichterstatter des Parlaments LEHNE ging davon aus, daß bis zur Annahme einer neuen Regelung noch zwei bis drei Jahre vergehen könnten, FAZ v. 5.7.2001, S. 13.

¹⁵⁸ KOM (2002) 534 endg.

¹⁵⁹ Zur rechtspolitischen Diskussion und zu den Inhalten in den verschiedenen Entwicklungsstufen des Richtlinienvorhabens siehe nur (in rückwärts chronologischer Reihenfolge): MÜLBERT, IStR 1999, 83 ff.; WITT, EWS 1998, 318 ff.; PELTZER, AG 1997, 145 ff.; im Hinblick auf die Auswirkungen auf den Übernahmekodex SCHUSTER, EuZW 1997, 237 ff.; ROOS, WM 1996, 2177 ff.; KRAUSE, AG 1996, 209 ff.; NEYE, DB 1996, 1121 ff.; BECKMANN, DB 1995, 2407 ff.; eine Analyse aus ökonomischer Sicht findet sich bei RÖHRICH, RIW 1993, 93 ff.; DEPSE, RIW 1992, 351 ff. (im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfahrungen); NICK, ZfB 1991, 859 ff.; GRUNEWALD, WM 1991, 1361 ff.; BERGER, ZIP-Report 1991, 1644 ff.; LORITZ/WAGNER, WM 1991, 709 ff. (zum Pflichtangebot der Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht); HOMMELHOFF/KLEINDIEK, AG 1990, 106 ff.; BASALDUA in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 157, 166 ff.; BAUMS, ZIP 1989, 1376 ff.; BESS, AG 1976, 169 ff. (Teil I) und 206 ff. (Teil II); BEHRENS, ZGR 1975, 433.; insbesondere zur Frage der Umsetzung in deutsches Recht siehe PELTZER in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 179 ff.

¹⁶⁰ Vgl. hierzu etwa FAZ v. 7.6.2001, S. 17.

Die Entscheidungsautonomie der Aktionäre sollte bezüglich eines Übernahmeangebotes gewahrt bleiben und es war die Pflicht des Bieters und der Verwaltung der Zielgesellschaft¹⁶¹ zur frühzeitigen und vollständigen Information der Aktionäre vorgesehen. Schließlich – und für die vorliegende Untersuchung von besonderem Interesse – sollten Abwehrmaßnahmen seitens der Verwaltung der Zielgesellschaft, die nicht während der Annahmefrist von Aktionärsseite autorisiert wurden, grundsätzlich untersagt werden. Die Verwaltung der Zielgesellschaft war weitgehend zur Neutralität verpflichtet.

Nach langwierigen Auseinandersetzungen zwischen den Mitgliedstaaten über verschiedene andere Punkte war es allein die Bundesrepublik Deutschland, die dem Vorstand der Zielgesellschaft – auch und insbesondere nach einer Vorratsermächtigung durch die Hauptversammlung – die Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmen gestatten wollte. Gerechtfertigt wurde dieses Anliegen vor allem mit der diesbezüglichen Ungleichheit der Waffen innerhalb der Europäischen Union.¹⁶² So sind etwa in Frankreich und Italien – im Gegensatz zu hierzulande – nach wie vor Mehrfach- und Höchststimmrechte oder die Einräumung einer Vetoposition einzelner Aktionäre (sog. „goldene Aktien“) zulässig, die bereits im Vorfeld eines konkreten Übernahmeversuchs Schutz gegen etwaige Kontrollwechsel bieten.

3. Das deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

a) Entstehungsgeschichte und Motive des WpÜG

Vor allem weil der freiwillige Übernahmekodex in der Praxis zu wenig angenommen wurde, entstand der Drang zur Schaffung eines Übernahmegesetzes. Auch die Börsensachverständigenkommission hatte deswegen bereits im Februar 1999 dem Gesetzgeber empfohlen, die allgemeine Verbindlichkeit von Übernahmeregeln durch ein Gesetz herzustellen.¹⁶³ Die Börsensachverständigenkommission hatte eigene Standpunkte¹⁶⁴ zu einer künftigen gesetzlichen Regelung von Unternehmensübernahmen erarbeitet. Jedoch auch die andauernden Bemühungen um eine EU-Übernehmerichtlinie forderten Überlegungen zur Schaffung eines Übernahmegesetzes, weil mit dem bestehenden (freiwilligen) Übernahmekodex einer späteren Umsetzungspflicht in nationales Recht nicht genüge getan worden wäre.¹⁶⁵ Vor allem aber hat die wochenlange und aufsehenerregende Übernahmeschlacht um die Mannesmann AG die Öff-

¹⁶¹ Wie der Übernahmekodex sah die Richtlinie sowohl Spielregeln für den Bieter als auch für die Verwaltung der Zielgesellschaft vor.

¹⁶² FAZ v. 25.7.2001, S. 13.; Vgl. auch KIRCHNER in FAZ v. 11.7.2001, S. 15, siehe dort auch zu dem laufenden Verfahren vor dem Europäischen Gerichtshof über die Zulässigkeit von solchen Regelungen. Zur Stellungnahme des Generalanwalts, der „Goldene Aktien“ für mit Europarecht vereinbar hält, siehe FAZ v. 4.7.2001, S. 13.

¹⁶³ So der Vorsitzende BAUMANN in einer Presseerklärung am 2.2.1999, abgerufen unter <http://www.kodex.de>.

¹⁶⁴ „Standpunkte der Börsensachverständigenkommission (BSK) zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen“, Hrsg.: BSK beim Bundesministerium der Finanzen, 1999.

¹⁶⁵ FAZ v. 6.3.2000, S. 17.

fentlichkeit und die Interessenverbände aufgeschreckt und damit vor allem bundesdeutsche Politiker – allen voran die Bundesregierung – im Frühjahr 2000 zu neuen Aktivitäten getrieben.¹⁶⁶ Durch die geplante Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen im Rahmen der Steuerreform wurde zudem eine Zunahme an Unternehmensübernahmen erwartet.¹⁶⁷ Die Bundesregierung hatte sich nunmehr entschlossen, insoweit dem österreichischen Nachbarland folgend, nicht auf die Verabschiedung der Übernahmerichtlinie zu warten, sondern bereits vorher ein nationales Übernahmegesetz zu schaffen.¹⁶⁸ Zur Erarbeitung eines Regelwerkes wurde eine mit hochkarätigen Mitgliedern, vor allem aus der Praxis besetzte Expertenkommission eingesetzt.¹⁶⁹ Inhaltlich konnte schon bald weitgehend Konsens erzielt werden:¹⁷⁰ Übernahmen sollten per se nicht verhindert werden. Vielmehr wollte man ein faires und transparentes Verfahren schaffen, das den Anforderungen der Globalisierung und den Finanzmärkten Rechnung trage. Der Vorstand der Zielgesellschaft sollte weitgehend zur Neutralität verpflichtet werden. Besondere Berücksichtigung sollte den Arbeitnehmerinteressen zukommen. Streitpunkte gab es noch mit der Frage der Verpflichtung zur Barofferte und dem genauen Schwellenwert, der ein Pflichtangebot auslösen soll. Schließlich hatte sich die Expertenkommission für eine restriktive Behandlung von hohen Abfindungen für Manager der Zielgesellschaft ausgesprochen.

Die Arbeit der Expertenkommission mündete im Juni 2000 in einen Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen.¹⁷¹ Das Gesetz sollte nach den Vorstellungen der Bundesregierung und der Expertenkommission noch im Jahr 2000 verabschiedet werden und Anfang 2001 in Kraft treten.¹⁷² Notwendig werdende Änderungen aufgrund der EU-Richtlinie wollte man gegebenenfalls im parlamentarischen Verfahren berücksichtigen.¹⁷³ Schon bald jedoch kam Kritik sowohl an den Inhalten als auch am Fahrplan des Gesetzesvorhabens auf:¹⁷⁴ Die Unions-Fraktion in Berlin warnte davor, das Gesetz vorzuziehen und nicht die Richtlinie

¹⁶⁶ Siehe hierzu nur FAZ v. 6.3.2000, S. 17.

¹⁶⁷ FAZ v. 9.3.2000, S. 19 und FAZ v. 8.3.2000, S. 17.

¹⁶⁸ FAZ v. 8.3.2000, S. 17. Offenbar gab es anfänglich einen beachtlichen Konsens in Politik, Wissenschaft, Wirtschaft und Gewerkschaften, daß Deutschland die Verabschiedung einer Übernahmerichtlinie auf europäischer Ebene abwarten sollte, FAZ v. 11.3.2000, S. 13. Kritik kam nur von Seiten der Opposition: Sowohl der wirtschaftspolitische Sprecher der FDP, BRÜDERLE als auch der CSU-Landesgruppenchef GLOS übten heftig Kritik, vgl. FAZ v. 10.3.2000, S. 13.

¹⁶⁹ Vgl. FAZ v. 21.2.2000, S. 17; im einzelnen siehe die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (allgemeiner Teil), S. 64.

¹⁷⁰ Vgl. hierzu und im folgenden FAZ v. 11.3.2000, S. 13.

¹⁷¹ Abgedruckt in NZG 2000, 844 ff. – Eingehend zum Diskussionsentwurf PÖTZSCH/MÖLLER, WM-Sonderheft Nr. 2/2000, S. 24 ff., siehe zur Diskussion auch STRENGER, WM 2000, 952 f., WITTE, BB 2000, 2161 ff., LAND/HASSELBACH, DB 2000, 1747 ff., mit Blick auf das Österreichische Übernahmegesetz ROTH/ZINSER, EWS 2000, 233 ff.; KRAUSE, NZG 2000, 905 ff., insbesondere zum Squeeze Out VETTER, ZIP 2000, 1817 ff. und RÜHLAND, WM 2000, 1884 ff. Ältere Diskussionsbeiträge finden sich bei HOPT, ZHR 1997, 368 ff., HABERSACK/MAYER, ZIP 1997, 2141 ff., BENNER-HEINACHER, DB 1997, 2521 ff., BAUMS, ZIP 1997, 1533 ff. mit einem eigenen Gesetzesvorschlag; siehe auch den Gesetzesvorschlag des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins (DAV) e.V. zum Squeeze Out, abgerufen unter <http://www.rws-verlag.de/volltext/dtanwv.htm>.; siehe auch KALLMEYER, AG 2000, 59 ff. (mit kritischen Anmerkungen zur Stellungnahme des DAV).

¹⁷² Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (Allgemeiner Teil), S. 64.

¹⁷³ FAZ v. 11.3.2000, S. 13.

¹⁷⁴ Vgl. FOCKENBROCK, Handelsblatt v. 3./4.3.2000, S. 5.

abzuwarten. Inhaltlich wandte sie sich gegen eine Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft. Vielmehr müsse das Abwehrpotential des Vorstandes gestärkt werden.¹⁷⁵ Im April 2000 warnte auch der Bundesverband der deutschen Industrie (BDI) vor einem deutschen Alleingang für ein Übernahmegesetz¹⁷⁶ und bestätigte seine Kritik in einer gemeinsamen Stellungnahme mit dem Deutschen Industrie- und Handelstag (DIHT), der Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände (BDA) sowie dem Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV).¹⁷⁷ In der Stellungnahme wurden auch deutliche Vorbehalte gegen eine strikte Neutralitätspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft abgegeben.¹⁷⁸

Noch der Referentenentwurf vom März 2001 sah eine grundsätzliche Neutralitätspflicht des Vorstandes vor, wonach während der Laufzeit eines Übernahmeangebots alle Handlungen zu unterlassen sind, die geeignet sind, den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern.¹⁷⁹ Abwehrmaßnahmen sollten nach dem Entwurf nur mit Ermächtigung der Hauptversammlung, mittels dafür vorgesehener Eilhauptversammlung mit verkürzter Einladungsfrist, zulässig sein.¹⁸⁰ Die Frage der Neutralitätspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft war in der Folgezeit Gegenstand lebhafter Diskussionen. In einer seltenen Koalition machten sich insbesondere die Interessenvertreter der Großindustrie¹⁸¹ und die Gewerkschaften¹⁸² für verstärkte Verteidigungsmöglichkeiten des Vorstandes stark und fanden darin auch Unterstützung in der Wissenschaft¹⁸³. Auf der anderen Seite sprachen sich für eine Beibehaltung der Neutralitätspflicht vor allem der Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften (BVI) sowie die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) und die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SdK) aus.¹⁸⁴

Schließlich änderte die Bundesregierung in diesem Punkt ihre Meinung grundlegend. Entscheidendes Argument für die Abkehr von einer strikten Neutralitätspflicht und der ausdrücklichen Zulassung sogenannter Vorratsermächtigungen ist wohl die Herstellung von Waffengleichheit im Vergleich mit Unternehmen in den USA und im europäischen Ausland.¹⁸⁵

Nachdem die Richtlinie mit ihrer Ablehnung im Europäischen Parlament als nicht erlassen gilt, bestanden für den deutschen Gesetzgeber auch keine – entgegenstehenden – europarecht-

¹⁷⁵ Vgl. FAZ v. 17.5.2000, S. 17.

¹⁷⁶ Vgl. FAZ v. 25.4.2000, S. 19.

¹⁷⁷ Stellungnahme des gemeinsamen Arbeitsausschusses vom 24. Juli 2000, erhältlich beim Bundesverband der Deutschen Industrie e.V., 10178 Berlin, Breite Straße 29 und abrufbar unter <http://www.bdi-online.de>.

¹⁷⁸ S. 2 f. und S. 17 ff. der Stellungnahme.

¹⁷⁹ Vgl. hierzu o.V., NJW 2001, S. XLI; LIEBSCHER, ZIP 2001, 853, 866 f.; FAZ v. 13.3.2001, S. 17 und FAZ v. 17.3.2001, S. 23.

¹⁸⁰ Grundsätzlich begrüßt wurde dies u.a. vom Handelsrechtsausschuß des Deutschen Anwaltvereins, vgl. FAZ v. 3.4.2001, S. 23.

¹⁸¹ Vgl. JENS, FAZ v. 28.5.2001, S. 19.

¹⁸² KRAUSE, FAZ v. 9.5.2001, S. 13.

¹⁸³ So etwa KIRCHNER, FAZ v. 8.5.2001, S. 19 und auch U.H. SCHNEIDER sowie von ROSEN, vgl. FAZ v. 15.5.2001, S. 17. – anders jedoch JENS, FAZ v. 28.5.2001, S. 19.

¹⁸⁴ Vgl. hierzu FAZ v. 15.5.2001, S. 33.

lichen Vorgaben mehr.¹⁸⁶ Das Gesetz ist nunmehr am 1.1.2002 in Kraft getreten.¹⁸⁷ Mit dem Gesetz soll ein Rechtsrahmen für ein faires und transparentes Verfahren zur Verfügung gestellt werden. Dabei soll aber eine Überregulierung sowie eine Verlangsamung des Strukturwandels durch einseitige Erschwerung von Unternehmensübernahmen vermieden werden. Das Gesetz bezieht nicht nur Übernahmen in den Regelungsbereich ein, sondern sieht für alle öffentlichen Angebote zum Erwerb von Wertpapieren einer börsennotierten Gesellschaft Mindestbedingungen vor. Dies gilt – entsprechend dem Übernahmekodex – auch dann, wenn diese nicht mit einem Kontrollerwerb in Verbindung stehen. Gesetzestechisch erfolgte die Neuregelung im Rahmen eines Artikelgesetzes zur „Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“. In Artikel 1 wurde ein Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) neu eingeführt. Daneben wurden, neben anderen notwendigen Gesetzesanpassungen, in Artikel 2 Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und in Artikel 7 Änderungen des Aktiengesetzes (AktG) vorgenommen.

b) Die wesentlichen Regelungsgehalte des WpÜG für den Bieter, insbesondere die Anforderungen an öffentliche Angebote

aa) Allgemeine Grundsätze, § 3 WpÜG

§ 3 WpÜG zieht folgende Grundsätze vor die Klammer, die ein faires und geordnetes Verfahren gewährleisten¹⁸⁸ sollen und bei der Auslegung des Gesetzes zu berücksichtigen sind¹⁸⁹:

Der Bieter ist zur Gleichbehandlung der Aktionäre unter gleichen Bedingungen sowie zur umfassenden Information der Aktionäre und zur Sicherstellung der Finanzierung des Angebots verpflichtet. Im Rahmen der Schaffung von Transparenz für die Verfahrensbeteiligten hat der Vorstand der Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot abzugeben, in die auch die Position der Arbeitnehmer aufzunehmen ist. Schließlich darf durch ein Übernahmeangebot die Zielgesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus behindert werden (vgl. § 3 IV WpÜG). Um ein rasches Verfahren zu gewährleisten, sind für die maximale Angebotsverfahrensdauer kurze Fristen festgelegt. Korrespondierend hierzu soll auch Rechtsschutz möglichst schnell zu erhalten sein.

¹⁸⁵ Vgl. etwa ESSER, Handelsblatt v. 23.5.2001, S. 10; FAZ v. 7.6.2001, S. 23. Eine besondere Rolle soll auch die Angst der Bundesregierung vor einer Welle (feindlicher) Übernahmen durch ausländische Bieter gerade im Wahljahr 2002 gespielt haben, FAZ v. 7.6.2001, S. 23.

¹⁸⁶ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, S. 63.

¹⁸⁷ FAZ v. 12.7.2001, S. 13.

¹⁸⁸ Vgl. in der Regierungsbegründung hierzu auch die Leitlinien für ein faires und geordnetes Verfahren, Vorblatt S. 2.

¹⁸⁹ Siehe die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG unter Hinweis auf § 3 des Österreichischen Übernahmegesetzes und die General Principles des City Code on Takeovers and Mergers in Großbritannien, Begründung (besonderer Teil), S. 83.

bb) Anwendungsbereich des WpÜG: Deutsche Zielgesellschaften mit europäischer Börsenzulassung

Von dem Gesetz werden sämtliche öffentliche Angebote¹⁹⁰ erfaßt, die auf den Erwerb von Aktien von Aktiengesellschaften (oder Kommanditgesellschaften auf Aktien) mit Sitz in Deutschland gerichtet sind (§ 1 i.V.m. § 2 III WpÜG). Voraussetzung ist jedoch, daß die Aktien dieser Gesellschaften an einer inländischen Börse zum amtlichen Handel oder zum geregelten Markt oder an einem organisierten Markt in einem anderen Staat im Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind (§ 2 VII WpÜG).

Regelungsgegenstand sind demnach nicht nur Unternehmensübernahmen sondern auch Angebote (vgl. § 2 I WpÜG), die nicht auf den Kontrollerwerb gerichtet sind und mit denen der Bieter nur einen Teil der Aktien der Zielgesellschaft erwerben will, ohne daß sein Stimmrechtsanteil an der Gesellschaft die Kontrollschwelle erreicht.¹⁹¹

cc) Form, Fristen und inhaltliche Anforderungen an ein Angebot

Der Bieter ist verpflichtet, seine *Entscheidung* zur Abgabe eines Angebots unverzüglich in deutscher Sprache¹⁹² zu veröffentlichen (§ 10 I WpÜG).¹⁹³ § 15 WpHG (Ad-hoc-Meldepflicht)¹⁹⁴ gilt gemäß § 10 VI WpÜG für Entscheidungen zur Abgabe eines Angebots nicht, § 10 WpÜG ist insoweit *lex specialis*¹⁹⁵.

In der Regel binnen vier Wochen¹⁹⁶ nach Veröffentlichung der *Entscheidung* zur Abgabe eines Angebots müssen die Angebotsunterlagen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht¹⁹⁷ (BaFin) als Aufsichtsbehörde zur Prüfung vorgelegt werden (§ 14 I WpÜG).¹⁹⁸ Die

¹⁹⁰ Der Begriff wird im Gesetz bewußt nicht näher definiert. Die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG folgt insofern dem Vorbild zahlreicher ausländischer Regelungen, die auch auf eine Legaldefinition verzichten und weist zurecht auf die Schwierigkeiten einer solchen Definition aufgrund der Vielgestaltigkeit der möglichen Sachverhalte und die Vermeidung der Gefahr von Umgehungsmöglichkeiten hin, Begründung (Besonderer Teil), S. 79.

¹⁹¹ Siehe die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (allgemeiner Teil), S. 65, 66.

¹⁹² § 10 III WpÜG.

¹⁹³ Damit die Börsen entscheiden können, ob die Feststellung des Börsenpreises auszusetzen oder einzustellen ist, hat der Bieter gemäß § 10 II WpÜG vor der Veröffentlichung seine Entscheidung den betroffenen Börsengeschäftsführungen sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mitzuteilen, vgl. Begründung zum RegE-WpÜG, Besonderer Teil, S. 95. Die Veröffentlichung hat gem. § 10 III WpÜG entweder in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder über ein weit verbreitetes elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem zu erfolgen.

¹⁹⁴ Nach § 15 WpHG hat der Emittent jede kursbeeinflussende Tatsache unmittelbar der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und den Börsen zu melden und anschließend zu veröffentlichen. Siehe zu § 15 WpHG sogleich unten *sub III.1.*

¹⁹⁵ Vgl. die Begründung zum RegE-WpÜG, Besonderer Teil, S. 93.

¹⁹⁶ Die Frist kann durch die Bundesanstalt um bis zu weitere vier Wochen verlängert werden, wenn die Frist wegen eines grenzüberschreitenden Angebotes oder zur Durchführung einer erforderlichen Kapitalmaßnahme zu kurz wäre, § 14 II 3 WpÜG (der Satz wurde noch eingefügt im Finanzausschuß des Bundestages).

¹⁹⁷ Die Bundesanstalt wurde als rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts mit Wirkung zum 1. Mai 2002 geschaffen. Unter ihrem Dach wurden das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred), das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV) sowie das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) zusammengefaßt. Die Aufgaben des BAWe sind damit mit diesem Zeitpunkt auf die BaFin übergegangen.

BaFin hat¹⁹⁹ das Angebot zu untersagen, wenn ein Verstoß gegen den Pflichtinhalt der Angebotsunterlagen oder gegen sonstige nationale Übernahmerechts-Vorschriften vorliegt (§ 15 I WpÜG). In diesem Falle darf der Bieter seine Angebotsunterlage nicht veröffentlichen (§ 15 III WpÜG) und unterliegt diesbezüglich einer einjährigen Sperrfrist, von der nur mit Zustimmung der Zielgesellschaft vorzeitig Befreiung erteilt werden kann (§ 26 I, II WpÜG).²⁰⁰

Ergeht kein Verbot zur Veröffentlichung, so hat der Bieter nach Ablauf von zehn Werktagen seit dem bestätigten²⁰¹ Eingang der Angebotsunterlage bei der BaFin die Angebotsunterlage unverzüglich zu veröffentlichen²⁰², wenn nicht vorher schon eine ausdrückliche Erlaubnis durch die BaFin erfolgt ist (§ 14 II WpÜG). In den Angebotsunterlagen muß der Bieter in deutscher Sprache²⁰³ detailliert Aufschluß über seine juristische oder natürliche Person (§ 11 II 2 Nr. 1 WpÜG), die Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind (§ 11 II 2 Nr. 3 WpÜG), Art und Höhe der für die Wertpapiere der Zielgesellschaft gebotenen Gegenleistung (§ 11 II 2 Nr. 4 WpÜG), etwaige Bedingungen des Angebotes (§ 11 II 2 Nr. 5 WpÜG) sowie Beginn und Ende der Annahmefrist (§ 11 II 2 Nr. 6 WpÜG) geben. Ergänzend sind die Finanzierung des Angebots (§ 11 II 3 Nr. 1 WpÜG) und etwaige Folgen für die Geschäfte des Unternehmens, insbesondere etwaige Standortverlagerungen, Abbau von Arbeitsplätzen oder sonstige Veränderungen der Beschäftigungsbedingungen (§ 11 II 3 Nr. 2 WpÜG) anzugeben.²⁰⁴ Unverzüglich nach der Veröffentlichung hat der Bieter die Angebotsunterlage auch dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln (§ 14 III 1 WpÜG). Gemäß § 12 WpÜG haften die verantwortlichen Organe für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angebotsunterlage.²⁰⁵ Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, können andernfalls Schadensersatzansprüche geltend machen. Solche Aktionäre können dann verlangen, so ge-

¹⁹⁸ Im Diskussionsentwurf vom Juni 2000 war hierfür noch eine zweiwöchige Frist vorgesehen. Selbst die vierwöchige Frist kann recht knapp sein. So lag zwischen der Bekanntgabe der Absicht von Vodafone am 19.11.1999, ein Übernahmeangebot abzugeben, und der Veröffentlichung des eigentlichen Umtauschgebots-Dokuments am 23.12.1999 ein Zeitraum von etwa 5 Wochen, vgl. hierzu (mit Kritik) RIEHMER/SCHRÖDER, NZG 2000, 820. Dementsprechend wurde auf Anregung des Finanzausschusses des Bundestages in § 14 WpÜG ein Satz 3 eingefügt, wonach die Bundesanstalt die Frist auf Antrag um bis zu vier Wochen verlängern kann, wenn dem Bieter die Einhaltung der Frist nach Satz 1 auf Grund eines grenzüberschreitenden Angebotes oder etwa erforderlicher Kapitalmaßnahmen nicht möglich ist.

¹⁹⁹ Im Falle des Verstoßes gegen die Vorschriften des § 14 III 1 WpÜG über die Veröffentlichungsform kann die BaFin nach pflichtgemäßem Ermessen das Angebot untersagen, § 15 II WpÜG.

²⁰⁰ Gemäß § 15 III 2 WpÜG sind Rechtsgeschäfte auf Grund eines nach Absatz 1 oder 2 untersagten Angebotes nichtig.

²⁰¹ Gemäß § 14 I 2 WpÜG hat die BaFin dem Bieter den Tag des Eingangs der Angebotsunterlage zu bestätigen.

²⁰² Die Veröffentlichung hat durch Bekanntgabe im Internet *und* durch Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder durch dort bekanntgegebene Bereithaltung zur kostenlosen Ausgabe bei einer geeigneten Stelle im Inland zu erfolgen, siehe im einzelnen § 14 III WpÜG.

²⁰³ § 10 III 1 WpÜG.

²⁰⁴ Zu den ergänzenden Angaben der Angebotsunterlage sieht die *Verordnung über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren und über Unternehmensübernahmen* noch genauere Angaben vor, abgedruckt im Anhang zum Besonderen Teil der Begründung, RegE-WpÜG, S. 190, 192 ff.

²⁰⁵ Etwa hinsichtlich der Finanzierung des Angebots oder der erwarteten Auswirkungen des Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, vgl. die Begründung zum RegE-WpÜG, Besonderer Teil, S. 102.

stellt zu werden, als wenn sie die wahre Sachlage gekannt und in diesem Falle z.B. das Angebot nicht angenommen hätten.²⁰⁶

Die Annahmefrist für ein Angebot beträgt ab Veröffentlichung der Angebotsunterlage mindestens vier und maximal zehn Wochen (§ 16 I WpÜG). Die zehnwöchige Frist gilt zwingend, wenn im Zusammenhang mit dem Angebot eine Hauptversammlung der Zielgesellschaft einberufen wird (§ 16 III 1 WpÜG).²⁰⁷ Eine einmalige²⁰⁸ Verlängerung der Annahmefrist um zwei Wochen tritt ein, wenn der Bieter sein Angebot binnen der letzten zwei Wochen vor Fristablauf abändert, insbesondere eine andere Gegenleistung anbietet oder diese erhöht (§ 21 I, V WpÜG).

dd) Mitteilung des Bieters über Stimmrechtsanteile am Zielunternehmen nach Abgabe des Angebotes²⁰⁹ („Wasserstandsmeldungen im Angebotsverfahren“)

Der Bieter ist gemäß § 23 I WpÜG verpflichtet, seine – unter Zurechnung sämtlicher mit ihm gemeinsam handelnder Personen und etwaiger Tochterunternehmen²¹⁰ – gehaltenen Stimmrechtsanteile, einschließlich Berücksichtigung der ihm zugegangenen Annahmeerklärungen nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage, wöchentlich und in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich sowie nochmals nach endgültigem Ablauf der Annahmefrist zu veröffentlichen und der BaFin mitzuteilen.

Eine Pflicht zu solchen sogenannten „Wasserstandsmeldungen“ bestand bislang nach §§ 21 f. WpHG nicht. Vertretbar war es zwar auch, eine grundsätzliche Meldepflicht für die Erreichung (lediglich) der 5, 10, 25 und 50 %-Schwellen während des Laufs der Annahmefrist unter Zurechnung der Annahmeerklärungen gemäß § 22 I Nr. 6 WpHG a.F.²¹¹ anzunehmen.²¹² Diese – für die Verteidigung der Zielgesellschaft wertvolle – Meldepflicht kann seitens des Bieters jedoch vermieden werden, indem das Angebot unter die (zulässige) Bedingung gestellt wird, daß für mindestens (z.B.) 50 % aller Zielgesellschaftsaktien eine Annahmeerklärung eingeht. Durch einseitige Erklärung kann der Bieter dann – bis zur Erreichung der gewünschten Annahmeschwelle – kein Eigentum an den betreffenden Aktien erwerben; eine Zurechnung gemäß § 22 I Nr. 6 WpHG a.F. scheidet aus.²¹³

²⁰⁶ Vgl. hierzu die Begründung zum RegE-WpÜG, Besonderer Teil, S. 102.

²⁰⁷ Der Vorstand der Zielgesellschaft hat die Einberufung einer entsprechenden Hauptversammlung unverzüglich sowohl dem Bieter als auch der BaFin mitzuteilen, § 16 III 2 WpÜG.

²⁰⁸ Eine erneute Änderung des Angebotes binnen der in § 21 V WpÜG genannten Frist von zwei Wochen ist unzulässig, § 21 VI WpÜG.

²⁰⁹ Zum Vorschlag regelmäßiger „Wasserstandsmeldungen“ siehe bereits WITT, NZG 2000, 809 ff.

²¹⁰ § 30 WpÜG enthält einen eigenen Zurechnungskatalog.

²¹¹ Der entsprechende Tatbestand ist nun in § 22 I 1 Nr. 5 WpHG geregelt.

²¹² So BURGARD, WM 2000, 611 ff., der eine entsprechende Verletzung der Mitteilungspflichten bei der Übernahme Vodafone/Mannesmann feststellen will.

²¹³ Rechtlich führt die Annahme des Angebots – je nach Ausgestaltung des Übernahmeangebotes – in der Regel zu einer aufschiebend bedingten Übereignung i.S.d. §§ 929 S. 1, 158 I BGB (i.V.m. § 931 BGB mit der depotführenden Bank als Besitzmittler). Damit ergibt sich zwar noch keine Mitteilungspflicht nach § 21 I WpHG. Jedoch ordnet § 22 I Nr. 6 WpHG a.F. an, daß dem Meldepflichtigen auch solche Stimmrechte zugerechnet werden, die er „durch einseitige Willenserklärung erwerben kann“. Dies ist bei Erwerb unter der (so gestalteten) aufschiebenden Bedingung gerade nicht der Fall. So lag der Fall auch bei dem Über-

Entsprechende Meldepflichten bestehen fort für Stimmrechtsanteile, die außerhalb des Angebotsverfahrens bis zum Ablauf eines Jahres nach Ablauf der Annahmefrist erworben werden (§ 23 II WpÜG).

ee) Abgabe eines Pflichtangebots²¹⁴

Der Bieter ist grundsätzlich mit Erwerb von 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft zur Abgabe eines öffentlichen Angebots an alle Aktionäre verpflichtet, wobei sich der Angebotspreis am durchschnittlichen²¹⁵ Börsenkurs der Zielgesellschaft orientieren muß (§ 35 I 1, II 1 i.V.m. § 29 II WpÜG). Die Regelung knüpft am Kontrollbegriff an, der in § 29 II WpÜG legaldefiniert ist. Die 30 %-Regelung knüpft an die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz inländischer Aktiengesellschaften an, die nach empirischen Erhebungen etwa bei 60 % liegt.²¹⁶ Dem Gedanken der *tatsächlichen* Kontrolle folgend sieht § 37 WpÜG entsprechende Befreiungstatbestände von der 30 %-Regel vor. Die Gegenleistung kann entweder in bar oder mit liquiden Aktien erfolgen, die zum Handel an einer europäischen Börse zugelassen sind. Mit der Regelung eines Pflichtangebotes soll den Minderheitsaktionären der Zielgesellschaft die Möglichkeit gegeben werden, bei einem Kontrollwechsel auch in den Fällen, in denen kein öffentliches Übernahmeangebot vorausgegangen ist, die Beteiligung an dem Unternehmen zu einem angemessenen Preis zu veräußern.²¹⁷

Verstößt der Bieter gegen die Pflicht aus § 35 I oder II WpÜG, so sind die Rechte (einschließlich der Stimmrechte) aus sämtlichen Aktien, die dem Bieter gehören (oder ihm zuzurechnen sind)²¹⁸, bis zur Abgabe des Pflichtangebotes suspendiert (§ 59 WpÜG).

ff) Angemessene Gegenleistung des Bieters

Als Gegenleistung sowohl bei einem freiwilligen Übernahmeangebot als auch bei einem Pflichtangebot kann der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft entweder eine Geldleistung in Euro oder liquide stimmberechtigte Aktien anbieten, die zum Handel an einer Börse im Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind (§ 31 II WpÜG). Der Wert der Gegenleistung muß angemessen sein und dabei den durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft und etwaige *Vorerwerbe* berücksichtigen (§ 31 I WpÜG).²¹⁹ Werden aus der

nahmeangebot von Vodafone AirTouch gegenüber den Aktionären der Mannesmann AG, siehe zum ganzen eingehend BURGARD, WM 2000, 611, 613, 614.

²¹⁴ Eine eingehende Analyse des Pflichtangebots findet sich bei KRAUSE, Das obligatorische Übernahmeangebot, S. 93 ff. (ökonomische Analyse) und S. 162 ff. (Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Rechts). Zum Pflichtangebot aus ökonomischer Perspektive siehe HOUBEN, WM 2000, 1873 ff.

²¹⁵ Der Durchschnitt wird dabei grundsätzlich ermittelt vom Kurs während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage, vgl. hierzu im einzelnen § 5 *Verordnung über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren und über Unternehmensübernahmen*, abgedruckt im Anhang zum Besonderen Teil der Begründung, RegE-WpÜG, S. 190, 194 ff. (§ 31 VII WpÜG enthält die Rechtsgrundlage für die Verordnung).

²¹⁶ Siehe hierzu bereits oben sub § 2 A.I.

²¹⁷ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Vorblatt, S. 3.

²¹⁸ Vgl. hierzu die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil), S. 170.

²¹⁹ Zur Berücksichtigung der Börsenkurse und von Vorerwerben im einzelnen siehe §§ 4-6 der *Verordnung über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren und über Unternehmensübernahmen*, abgedruckt im Anhang zum Besonderen Teil der Begründung, RegE-WpÜG, S. 190, 194 ff.

Sphäre des Bieters²²⁰ nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage und bis zum Ablauf der Annahmefrist²²¹ Aktien der Zielgesellschaft erworben²²², so gilt automatisch die hierfür gewährte Gegenleistung als Mindestbetrag der Gegenleistung im öffentlichen Übernahmeangebot (§ 31 IV WpÜG). Eine entsprechende Nachbesserungspflicht gilt nur für Aktienerwerbe außerhalb der Börse²²³ binnen eines Jahres nach Ablauf der Annahmefrist²²⁴: Der Bieter ist dann gegenüber den Inhabern der Aktien, die das Übernahmeangebot angenommen haben, zur Zahlung eines etwaigen Differenzbetrages in Euro verpflichtet (§ 31 V WpÜG).²²⁵ Die Regelungen in § 31 IV und V WpÜG sind Ausfluß des in § 3 I WpÜG verankerten allgemeinen Gleichheitsgrundsatzes und sollen eine bevorzugte Behandlung einzelner Aktionäre verhindern.²²⁶ Durch die Regelung in § 31 V WpÜG sollen Umgehungstatbestände durch eine zeitliche Verlagerung des Erwerbs von Anteilen an der Zielgesellschaft verhindert werden.²²⁷

In Ausprägung des allgemeinen Gleichheitsgrundsatzes wird der Bieter verpflichtet, den Aktionären der Zielgesellschaft dann (zumindest wahlweise) eine *Geldleistung* in Euro als Gegenleistung anzubieten, wenn er in zeitlichem Zusammenhang mit der Übernahme, d.h. entweder innerhalb der letzten drei Monate vor Abgabe des Übernahmeangebotes (§ 31 III Nr. 1 WpÜG)²²⁸ oder während des Laufs der Annahmefrist (§ 31 III Nr. 2 WpÜG) mindestens 1 %²²⁹ der Aktien oder Stimmrechte an der Zielgesellschaft gegen *Geldzahlung* erlangt hat. Diese Regelung ist bedeutend für den Aufbau einer wesentlichen Beteiligung außerhalb des öffentlichen Übernahmeverfahrens, insbesondere vor Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes:²³⁰ Ein Anschleichen des Bieters an die Zielgesellschaft ist danach nicht mehr möglich, andernfalls das gesamte Übernahmeangebot im Wege eines *Barangebotes* verpflichtend wäre, was regelmäßig nicht finanzierbar sein wird.

gg) Aufsicht über die Werbung durch die BaFin

Besonders bedeutsam für die Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche ist § 28 WpÜG, wonach die BaFin, nach vorheriger Anhörung des Beirates, im Umfeld von Angeboten zum

²²⁰ Im Rahmen der Gegenleistungsregelung des § 31 WpÜG werden dem Bieter die mit ihm gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen grundsätzlich zugerechnet, vgl. § 31 I 2 WpÜG.

²²¹ Genauer: Bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses des Übernahmeangebotes nach Ablauf der Annahmefrist gemäß § 23 I 1 Nr. 2 WpÜG.

²²² D.h. ein Anspruch auf die Gegenleistung muß bestehen oder bereits erfüllt sein. Fälle, in denen ein Übernahmeangebot scheitert (z.B. mangels Eintritts einer Bedingung), werden von § 31 IV, V WpÜG nicht erfaßt, vgl. die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil), S. 137.

²²³ Die Beschränkung der Nachbesserungspflicht auf Erwerbe außerhalb der Börse erfolgte erst im Finanzausschuß des Bundestages.

²²⁴ Genauer: Nach Veröffentlichung des Ergebnisses des Übernahmeangebotes nach Ablauf der Annahmefrist.

²²⁵ § 31 V 2 WpÜG sieht Ausnahmen für die Nachbesserungspflicht insbesondere für die Fälle vor, in denen die Aktien der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit einer gesetzlichen Verpflichtung innerhalb der Jahresfrist erworben wurden (Abfindungen bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, § 305 AktG, bei Eingliederungen, § 320 b AktG oder beim Squeeze Out, § 327 a AktG etc.), siehe hierzu im einzelnen die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil), S. 138 f.

²²⁶ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil), S. 137.

²²⁷ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil), S. 138.

²²⁸ Genauer: Vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes.

²²⁹ Der Regierungsentwurf sah noch eine Schwelle von 5 % vor.

²³⁰ Vgl. hierzu die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (allgemeiner Teil), S. 70.

Erwerb von Wertpapieren bestimmte Arten von Werbung – sowohl des Bieters als auch des Vorstands der Zielgesellschaft – verbieten kann.

hh) Verfahrensaufsicht durch die BaFin, Abschnitt 2 (§§ 4-9) des WpÜG, und Rechtsmittel, Abschnitte 6 und 7 (§§ 40-58) des WpÜG

Als Kontrollgremium wacht die BaFin über die Verfahren nach dem WpÜG (§ 4 WpÜG). Damit soll sichergestellt werden, daß hoheitliche Befugnisse ausgeübt und wirkungsvoll Sanktionen verhängt werden können. Mit der gleichzeitigen Schaffung eines Beirates (§ 5 WpÜG) und eines Widerspruchsausschusses (§ 6 WpÜG) soll der Sachverstand der betroffenen Wirtschaftskreise, der Anleger und der Arbeitnehmer in die Aufsicht eingebracht werden.²³¹

Der BaFin werden umfangreiche Ermittlungsbefugnisse eingeräumt (§ 40 WpÜG). Der Widerspruch gegen die Untersagung des Angebots gemäß § 15 WpÜG, gegen Maßnahmen des Werbeverbots gemäß § 28 I WpÜG sowie gegen Ermittlungsmaßnahmen nach § 40 WpÜG hat keinen Suspensiveffekt, die Maßnahmen sind sofort vollziehbar (§ 42 WpÜG). Die BaFin kann ihre Verfügungen mit Zwangsmitteln nach den Bestimmungen des Verwaltungsvollstreckungsgesetzes (VwVG) durchsetzen (§ 47 S. 1 WpÜG).²³²

Schließlich sieht § 61 WpÜG einen umfangreichen, bußgeldbewehrten Ordnungswidrigkeitenkatalog vor, wonach – je nach Tatbestand – maximale Bußgelder zwischen 200.000 € und 1 Mio. € vorgesehen sind.

c) Exkurs: Vergleich mit den Regelungen des Übernahmekodex und dessen Anforderungen an öffentliche Angebote

Der Anwendungsbereich des Übernahmekodex glich dem des WpÜG. Er war lediglich insofern etwas enger, als er sich auf Angebote zum Erwerb von Aktien beschränkte, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind (vgl. die Begriffsbestimmungen „öffentliche Angebote“ und „Zielgesellschaft“ des Kodex). In der praktischen Anwendung macht dies jedoch für Zielgesellschaften mit Sitz in Deutschland kaum einen sachlichen Unterschied, sind diese doch regelmäßig zumindest auch an einer inländischen Börse notiert.

Der Kodex sah keine Pflicht zur Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters vor. Der Bieter mußte gemäß Artikel 5 Übernahmekodex lediglich vorab die Zielgesellschaft, die betroffenen Börsen, die BaFin und die Geschäftsstelle der Übernahmekommission über den Inhalt des Angebots unterrichten. Anschließend bestand die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung des Angebots. Der Kodex sah etwas kürzere Annahmefristen vor (28 bis 60 Tage).

Artikel 7 Übernahmekodex forderte detaillierte Angaben für die Angebotsunterlage, vergleichbar den Anforderungen des WpÜG. Nach dem Kodex mußte der Bieter jedoch nur allgemein auf die finanziellen Auswirkungen bei der Zielgesellschaft eingehen. Nicht erfor-

²³¹ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Vorblatt, S. 3.

derlich waren Angaben über die Finanzierung des Angebotes sowie die Auswirkungen auf etwaige Standortverlagerungen, Abbau von Arbeitsplätzen oder sonstige Veränderungen der Beschäftigungsbedingungen.

Artikel 12 Übernahmekodex verlangte vom Bieter nur Meldungen über den tatsächlichen Erwerb von Zielgesellschaftsaktien während der Angebotsfrist. Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ über eingegangene Annahmeerklärungen waren nicht verlangt.

Auch Artikel 16 Übernahmekodex verlangte die Abgabe eines Pflichtangebotes, wenn der Bieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat. Der Übernahmekodex nahm jedoch die Erreichung der Kontrolle über die Zielgesellschaft grundsätzlich nicht bereits mit Erwerb von mindestens 30 % der Stimmrechte an. Vielmehr sollte danach eine Kontrolle erst gegeben sein, wenn der Bieter über mehr als 50 % der Stimmrechte verfügt, oder wenn die Stimmrechte ihm in den drei vorhergehenden ordentlichen Hauptversammlungen einen Anteil von mindestens $\frac{3}{4}$ des präsenten, stimmberechtigten Grundkapitals vermittelt hätten. Insoweit fand auch eine Orientierung an der tatsächlichen Hauptversammlungspräsenz statt. Im Ergebnis jedoch war hier die Schwelle, dessen Überschreiten ein Pflichtangebot auslöste, höher angesetzt.²³³

Der Kodex griff bei freiwilligen Angeboten nicht in die Gestaltung der Gegenleistung ein, sondern forderte nur bei Pflichtangeboten eine angemessene Gegenleistung.

Schließlich hielt der Kodex entsprechend seines freiwilligen, selbstverpflichtenden Charakters keine nach dem WpÜG vergleichbare (hoheitliche) Verfahrensaufsicht und Sanktionsmöglichkeiten bereit: Nach Artikel 21 Übernahmekodex erging eine Aufforderung, die Regelungen des Kodex anzuerkennen. Die Geschäftsstelle der Übernahmekommission veröffentlichte laufend eine Liste der Unternehmen, die eine Anerkennungserklärung abgegeben hatten. Bei Zuwiderhandlungen gegen den Kodex konnte die Geschäftsstelle schließlich (nur) Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheidungen veröffentlichen, auch wenn nur eine der beteiligten Parteien den Kodex anerkannt hatte.²³⁴

d) Ausschluß von Minderheitsaktionären (Squeeze Out)²³⁵

Korrespondierend zum Pflichtangebot innerhalb des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) wurde in Artikel 7 eine Änderung des Aktiengesetzes, namentlich eine Möglichkeit zum Ausschluß von Minderheitsaktionären (sog. Squeeze Out) eingeführt: „Wer [künftig] verpflichtet ist, bei Überschreitung einer bestimmten Schwelle ein Angebot auf

²³² Widerspruch und Beschwerde haben keine aufschiebende Wirkung; die Höhe des Zwangsgeldes beträgt hier bis zu 500.000 €, § 46 S. 3 und 4 WpÜG.

²³³ Im übrigen sah auch der Kodex Ausnahmen vom Pflichtangebot vor, wenn der Bieter mit der Zielgesellschaft Unternehmensverträge gemäß §§ 291 ff. AktG oder eine Eingliederung gemäß §§ 319 ff. AktG, einen Formwechsel gemäß §§ 190 ff. UmwG oder eine Verschmelzung gemäß §§ 2 ff. UmwG beabsichtigt.

²³⁴ Anmerkungen der Übernahmekommission zum Übernahmekodex zu Artikel 21, SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 160.

²³⁵ Zu den Forderungen nach einer Squeeze Out-Regelung siehe KALLMEYER, AG 2000, 59 ff., SCHIESSL, AG 1999, 442, 451 je m.w.N.

Übernahme aller Anteile an einer Gesellschaft abzugeben, soll auch die Möglichkeit haben, Kleinstbeteiligungen abzufinden, um damit tatsächlich die Position als alleiniger Anteilseigner zu erreichen.²³⁶ In das deutsche Gesellschaftsrecht wurde damit ein völlig neues Rechtsinstitut eingeführt. Hierzu wurde nach § 327 AktG ein „Vierter Teil“ ins Aktiengesetz aufgenommen (§§ 327a ff. AktG). Der Mehrheitsaktionär mit mindestens 95 % der Anteile einer Gesellschaft (=Hauptaktionär)²³⁷ kann demnach die verbleibenden Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung aus der Gesellschaft ausschließen (§ 327a I 1 AktG). Die Regelung entspricht internationalem Standard und den Bedürfnissen der Praxis, weil Kleinstbeteiligungen einen erheblichen, unverhältnismäßigen Formalaufwand mit entsprechenden Kosten für die gesamte Gesellschaft bedeuten und Minderheitsaktionäre ihre Beteiligung zudem nicht selten mißbräuchlich ausnutzen.²³⁸

Die Squeeze Out-Regelung wurde zwar in ihrer Ausgestaltung weitgehend an das Vorbild der Eingliederung angelehnt.²³⁹ Im Gegensatz zur zuvor bereits möglichen Eingliederung nach §§ 319 ff. AktG soll mit der Squeeze Out-Regelung jedoch ein Ausschluß der Minderheitsaktionäre dem Hauptaktionär auch dann ermöglicht werden, wenn dieser keine (inländische) Aktiengesellschaft ist. Konsequenterweise ist beim Squeeze Out auch nicht eine Abfindung in Aktien der Hauptgesellschaft, sondern eine angemessene Barabfindung vorgeschrieben (§ 327b AktG).

e) Verhaltenspflichten und zulässige Abwehrmaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft nach WpÜG

aa) Stellungnahme des Vorstandes der Zielgesellschaft

§ 27 WpÜG statuiert für den Vorstand (und den Aufsichtsrat)²⁴⁰ der Zielgesellschaft die Pflicht, eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen abzugeben und eine etwaige Stellungnahme der Arbeitnehmerschaft (gegebenenfalls des Betriebsrats)²⁴¹ beizufügen.²⁴²

²³⁶ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (allgemeiner Teil), S. 74; wenn auch in der Mehrzahl der Fälle die vorherige Abgabe eines Angebotes nach dem WpÜG der Fall sein wird, so ist dies dennoch nicht Voraussetzung eines Squeeze Out.

²³⁷ So die Legaldefinition in § 327 a I 1 AktG.

²³⁸ So die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Vorblatt, S. 4 sowie Begründung (allgemeiner Teil), S. 73 ff.

²³⁹ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (allgemeiner Teil), S. 74.

²⁴⁰ Die Stellungnahmen können jeweils gemeinsam oder separat erfolgen. Der Aufsichtsrat wurde im Zusammenhang mit der stärkeren Einbeziehung im Rahmen des § 33 WpÜG – in den Beratungen des Finanzausschusses – konsequenterweise mit in die Verpflichtung zur Abgabe einer Stellungnahme aufgenommen.

²⁴¹ Unverzüglich nach Übermittlung der Angebotsunterlage durch den Bieter, hat der Vorstand diese dem zuständigen Betriebsrat oder, falls ein solcher nicht besteht, unmittelbar den Arbeitnehmern zu übermitteln, § 14 III 2 WpÜG.

²⁴² Vgl. § 27 I, II WpÜG.

In seiner Stellungnahme hat der Vorstand im einzelnen einzugehen auf²⁴³

- die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung,
- die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, deren Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft,
- die vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Ziele und
- die Absicht der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates, soweit diese Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, das Angebot anzunehmen.

Die Stellungnahme ist vom Vorstand (und Aufsichtsrat) unverzüglich nach Übermittlung²⁴⁴ der Angebotsunterlage zu veröffentlichen²⁴⁵ (§ 27 III 1 WpÜG) und gleichzeitig der Arbeitnehmerschaft (gegebenenfalls dem Betriebsrat) zu übermitteln (§ 27 III 2 WpÜG). Über die Veröffentlichung muß der BaFin unverzüglich ein Beleg übersandt werden (§ 27 III 3 WpÜG).

bb) Zulässige Abwehrmaßnahmen des Vorstandes

Das WpÜG will den Aktionären der Zielgesellschaft als Adressaten eines Übernahmeangebotes eine eigenständige Entscheidung ermöglichen. Daher soll der Vorstand der Zielgesellschaft grundsätzlich nicht ohne weiteres autonom den Erfolg eines Übernahmeangebotes verhindern können.²⁴⁶ Die Einschränkung der Handlungsspielräume des Vorstands greift ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der *Entscheidung* des Bieters zur Abgabe eines Angebotes.²⁴⁷ Ob der Vorstand in seinem originären Handlungsspielraum eingeschränkt ist, entscheidet sich danach, ob die Handlungen objektiv geeignet sind, den Erfolg eines Übernahmeangebotes zu verhindern. Dies entscheidet sich aus objektiver ex-ante Prognose, nicht jedoch nach dem tatsächlichen Verhinderungserfolg im Falle der Realisierung der Maßnahme. Auf eine Verhinderungsabsicht kommt es dabei nicht an.²⁴⁸ Als geeignete Maßnahmen, um einen Erfolg des Angebots zu verhindern, nennt die Regierungsbegründung²⁴⁹ die Ausgabe eines nicht unerheblichen Anteils von Aktien durch die Zielgesellschaft, den Erwerb eigener Aktien, den Verkauf wesentlicher, für den Bieter besonders bedeutsamer Bestandteile des Gesellschafts-

²⁴³ Siehe § 27 I 2 Nr. 1-4 WpÜG.

²⁴⁴ Gemäß § 14 IV WpÜG hat der Bieter die Angebotsunterlage unverzüglich nach Veröffentlichung dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln.

²⁴⁵ Die Form der Veröffentlichung ist identisch mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch den Bieter, vgl. § 27 III 1 WpÜG mit Verweis auf § 14 III 1 WpÜG (Bekanntgabe im Internet *und* Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder durch dort bekanntgegebene Bereithaltung zur kostenlosen Ausgabe bei einer geeigneten inländischen Stelle).

²⁴⁶ Im einzelnen siehe die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (allgemeiner Teil), S. 71. Im Regierungsentwurf war noch auch der Aufsichtsrat einem grundsätzlichen Vereitelungsverbot unterworfen, was offensichtlich – im Zuge der Einfügung einer umfassenden „Genehmigungskompetenz“ des Aufsichtsrates für Maßnahmen des Vorstandes – im Finanzausschuß korrigiert wurde.

²⁴⁷ § 33 I 1 WpÜG, vgl. auch die Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 142, 143.

²⁴⁸ Siehe hierzu die Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 141.

²⁴⁹ Begründung, Besonderer Teil, zu § 33 WpÜG, S. 142.

vermögens („Crown Jewels“) durch die Zielgesellschaft sowie die Schaffung kartellrechtlicher Probleme durch den Erwerb eines Unternehmens, mit dem der Bieter im Wettbewerb steht.

Es ist dem Vorstand aber ausdrücklich gestattet, Maßnahmen zu ergreifen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden kann, wenn auch ein „ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter“²⁵⁰ einer Gesellschaft, die nicht Ziel eines Übernahmeangebots geworden ist, solche Maßnahmen ergreifen würde (§ 33 I 2 WpÜG). Damit soll die Weiterverfolgung des Tagesgeschäftes und eingeschlagener Unternehmensstrategien ermöglicht werden.²⁵¹ Zulässig sind daneben die Suche nach einem White Knight, d.h. einem besseren Bieter (mit einem besseren Angebot) sowie Handlungen denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat.

Darüber hinaus sind grundsätzlich sämtliche Abwehrmaßnahmen des Vorstandes auch dann übernahmerechtlich zulässig, wenn die Hauptversammlung vorher²⁵² eine entsprechende Ermächtigung erteilt hat. Dies ergibt sich aus der Normsystematik und der Entstehungsgeschichte des § 33 WpÜG.²⁵³ Danach soll die Kompetenz zur Entscheidung über Abwehrmaßnahmen grundsätzlich der Hauptversammlung zugewiesen werden (vgl. insbesondere den Wortlaut des Absatzes 2).²⁵⁴ Erfolgt die Ermächtigung durch die Hauptversammlung dabei bereits im Vorfeld eines Übernahmeangebotes auf Vorrat (sogenannte Vorratsermächtigung) dann darf der Vorstand von dieser Ermächtigung während einer Übernahmeauseinandersetzung mit einem unwillkommenen Bieter nur dann Gebrauch machen, wenn zusätzlich eine vorherige Zustimmung²⁵⁵ des Aufsichtsrates vorliegt (§ 33 II 1, 4 WpÜG). Eine solche Vorratsermächtigung ist – neben den allgemeinen aktienrechtlichen Erfordernissen – an enge Voraussetzungen geknüpft, weil die Aktionäre über die Hauptversammlung ihre Entscheidungsfreiheit über Annahme oder Ablehnung bei einem zukünftigen Übernahmeangebot abgeben, ohne Bieter und Inhalt des Angebotes zu kennen.²⁵⁶ Der Vorratsbeschluß bedarf

²⁵⁰ Für die Auslegung des Begriffes soll auf die im Rahmen des Aktiengesetzes entwickelten Grundsätze zurückgegriffen werden, Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 143.

²⁵¹ Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 143.

²⁵² Die Ermächtigung muß bei Vornahme der Handlung vorliegen, eine nachträgliche Zustimmung ist nicht ausreichend, Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 143.

²⁵³ Abweichend vom Regierungsentwurf sieht die Norm nach der Beschlußfassung des Finanzausschusses in Abs. I Satz 2 Alt. 3 nun einen zusätzlichen Ausnahmetatbestand vor (Zustimmung durch den Aufsichtsrat). In diesem Zuge wurde die sprachliche Gestaltung des Abs. I Satz 1 geändert. Andernfalls wäre nicht klar zum Ausdruck gekommen, daß erfolgsverhindernde Maßnahmen eben auch ohne Hauptversammlungsbeschluß durchgeführt werden können, wenn statt dessen eine Zustimmung durch den Aufsichtsrat erfolgt. Die Version des Regierungsentwurfes hatte folgenden Wortlaut: „Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 23 I 1 Nr. 2 bedürfen Handlungen des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte, der Ermächtigung der Hauptversammlung.“

²⁵⁴ Dementsprechend hat sich auch die Begründung zum Beschluß des Finanzausschusses nicht von der insoweit eindeutigen Regierungsbegründung abgewandt.

²⁵⁵ Aus dem Charakter der Zustimmung als präventiver Überwachungsmaßnahme folgt, daß diese in der Regel als Einwilligung, d.h. vor Durchführung der Maßnahme, erteilt werden muß. Es gelten insoweit die gleichen Grundsätze wie bei § 111 IV 2 AktG, Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 144.

²⁵⁶ Vgl. die Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 144.

mindestens²⁵⁷ einer 75 %-igen Kapitalmehrheit (§ 33 II 3 WpÜG). Entsprechende Ermächtigungsbeschlüsse müssen diese Abwehrmaßnahmen der Art nach (auch in Form eines Maßnahmenkataloges)²⁵⁸ bestimmen (§ 33 II 1 WpÜG). Eine reine „Blankettermächtigung“ ist aber nicht zulässig. Schließlich hat die Ermächtigung eine Geltungshöchstdauer von 18 Monaten (§ 33 II 2 WpÜG).

Wird bei der Zielgesellschaft dagegen erst während des Laufs der Annahmefrist eine Hauptversammlung im Zusammenhang mit dem Angebot einberufen, sieht das WpÜG keine besonderen (zusätzlichen) Anforderungen an den Ermächtigungsbeschuß und die Ausübung durch den Vorstand vor (auch keine Zustimmung des Aufsichtsrates). Vielmehr soll die Durchführung einer Hauptversammlung für diese Fälle erleichtert werden. Danach verlängert sich mit Einberufung einer Hauptversammlung der Zielgesellschaft die Annahmefrist für das Angebot automatisch auf mindestens 10 Wochen, § 16 III 1 WpÜG. Gleichzeitig wird die Abhaltung von Eilhauptversammlungen ermöglicht. Eine Einberufung kann in diesen Fällen – in Abweichung von der Monatsfrist des § 123 I AktG – bis spätestens zwei Wochen vor dem Tag der Versammlung erfolgen. Zudem ist die Gesellschaft – abweichend von § 121 V AktG und etwaigen Satzungsbestimmungen – bei der Wahl des Versammlungsortes frei (§ 16 IV WpÜG).

Gemäß § 33 III WpÜG ist es dem Bieter untersagt, Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem Angebot ungerechtfertigte Geldleistungen oder andere ungerechtfertigte geldwerte Vorteile zu gewähren oder in Aussicht zu stellen. Zwar handelt es sich hierbei um eine Verhaltensanordnung für den Bieter, jedoch gehört diese systematisch (auch) zu den Abwehrmaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft, weil solche Leistungen typischerweise im Rahmen feindlicher Übernahmeveruche eine Rolle spielen. Solche Zusagen oder Leistungen an den Vorstand der Zielgesellschaft sind letztlich das Spiegelbild der „Empfangsbereitschaft“ seitens der Handlungsorgane der Zielgesellschaft. Sie wirken unmittelbar auf die Abwehrmotivation des Vorstandes der Zielgesellschaft ein. Die Verbotsnorm soll verhindern, daß den Handlungsorganen der Zielgesellschaft etwa deren Verteidigungsabsicht „abgekauft“ wird. Die Regelung stellt ein gesetzliches Verbot i.S.d. § 134 BGB dar. Vorteilszusagen sind nichtig und bereits gewährte Leistungen sind rückforderbar.²⁵⁹

„Ungerechtfertigte“ Vorteilsgewährungen sind solche, mit denen Organe der Zielgesellschaft zu einem nicht am Interesse der Gesellschaft und ihrer Anteilseigner orientierten Verhalten bewegt werden sollen. Gerechtfertigt kann es jedoch etwa sein, dem Vorstand der Zielgesellschaft eine Weiterbeschäftigung in Aussicht zu stellen, weil die Qualität des Managements wesentlicher Faktor für die Bewertung des Unternehmens und eine Übernahme des Unter-

²⁵⁷ Die Satzung soll eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen dürfen.

²⁵⁸ Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 144. Zur Klarstellung wurde der Regierungsentwurf im Finanzausschuß dahin abgeändert, daß die Formulierung „im einzelnen“ durch die Worte „der Art nach“ ersetzt wurden.

²⁵⁹ Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 145.

nehmens möglicherweise nur bei Kontinuität des Managements sinnvoll ist.²⁶⁰ Die Regelung wird durch ein Transparenzgebot sichergestellt: Entsprechende Leistungen gegenüber dem Management der Zielgesellschaft oder Zusagen oder sogar bereits eine Inaussichtstellung unterliegen der Offenlegungspflicht nach § 11 II 3 Nr. 3 WpÜG.

cc) Exkurs: Vergleich mit den Regelungen des Übernahmekodex

Die Verhaltensanordnungen für den Vorstand der Zielgesellschaft nach Übernahmekodex hatten eine ähnliche Stoßrichtung wie das WpÜG, waren jedoch weit weniger detailliert.

Gemäß Artikel 18 Übernahmekodex mußte der Vorstand der Zielgesellschaft spätestens zwei Wochen nach Veröffentlichung des Angebotes eine begründete Stellungnahme zum Angebot abgeben. Inhaltliche Vorgaben machte der Kodex dabei keine.

Art. 19 Übernahmekodex statuierte eine grundsätzliche Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft. Nach Bekanntgabe des Angebots durfte diese keine Maßnahmen ergreifen, die dem Interesse der Aktionäre zuwiderlaufen, von dem Angebot Gebrauch zu machen. Ausdrückliche Ausnahmen waren – ähnlich wie im Rahmen des § 33 WpÜG: laufende Kapitalmaßnahmen und die Erfüllung von Verträgen, die vor Bekanntgabe des Angebots geschlossen wurden.

Schließlich waren alle Maßnahmen zulässig, für die von der Hauptversammlung im Falle eines öffentlichen Angebots ausdrücklich eine Genehmigung erteilt wurde. Damit sah der Kodex – wie auch § 33 II WpÜG – eine sogenannte Vorratsermächtigung vor, ohne diese jedoch an besondere Bedingungen oder deren Ausübung an die Zustimmung des Aufsichtsrates zu binden.

f) Zusammenfassung: Auswirkungen der geänderten Rechtslage mit Inkrafttreten des neuen WpÜG auf feindliche Übernahmeveruche und die Abwehrstrategien des Vorstandes der Zielgesellschaft²⁶¹

Bezüglich (feindlicher) Übernahmeangebote gleichen sich Übernahmekodex und WpÜG hinsichtlich Regelungsbereich und Anwendungsbereich weitgehend. Im Gegensatz zum Übernahmekodex hat das WpÜG Gesetzeskraft und erfaßt in seinem Anwendungsbereich alle feindlichen Übernahmeangebote deutscher Zielgesellschaften. Auf eine freiwillige Unterwerfung unter die Regelungen kommt es nicht mehr an. Insofern ist die BaFin die mit hoheitlichen Befugnissen ausgestattete Aufsichtsbehörde. Der BaFin sind zur Erfüllung ihrer Aufgaben neben besonderen Ermittlungsbefugnissen (§ 40 WpÜG) zur Durchsetzung von Verfügungen Zwangsmittel (§ 46 WpÜG) nach Verwaltungs-Vollstreckungsgesetz (VwVG) zur Verfügung gestellt. Die Zwangsgeldhöhe kann in Abweichung zu § 11 VwVG bis zu 500.000 € betragen. Im Falle von Ordnungswidrigkeiten können Bußgelder bis zu einer Höhe von 1 Mio. € verhängt werden (§ 60 WpÜG).

²⁶⁰ Begründung des Regierungsentwurfs zu § 33 WpÜG, Besonderer Teil, S. 145.

²⁶¹ Siehe hierzu noch eingehend *sub § 4.B.*

Das Gesetz sieht für den Bieter umfangreiche Vorschriften hinsichtlich Form, Frist und inhaltlicher Anforderungen an ein öffentliches Übernahmeangebot vor. Zudem wird der Bieter verpflichtet, während des Laufs der Angebotsfrist sog. „Wasserstandsmeldungen“ bezüglich der Akzeptanz des Angebotes zu veröffentlichen. Schließlich ist der Bieter mit Erwerb von 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes an alle Zielgesellschaftsaktionäre verpflichtet (sog. Pflichtangebot). Sowohl für freiwillige Übernahmeangebote als auch für Pflichtangebote sind als Gegenleistung Wertpapiere nur zugelassen, wenn diese liquide und zum Handel an einer Börse im Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind. Verstößt ein Aktionär gegen die Vorschriften zur Abgabe eines Pflichtangebotes, so erleidet er einen Rechtsverlust hinsichtlich sämtlicher von ihm gehaltenen Aktien (§ 59 WpÜG).

Ein Bieter handelt ordnungswidrig, wenn er eine Veröffentlichung (§ 60 I Nr. 1 WpÜG) oder Mitteilung, Unterrichtung oder Übermittlung (§ 60 I Nr. 2 WpÜG) nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt.

Die BaFin ist ausdrücklich befugt, bestimmte Arten von Werbung im Zusammenhang mit Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren zu verbieten.

Das Gesetz ordnet die generelle Unzulässigkeit aller Maßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft an, die aus der objektiven ex-ante Perspektive geeignet sind, den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern, außer diese Maßnahmen liegen innerhalb einer ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführung einer Gesellschaft, die nicht Ziel eines Übernahmeangebotes ist. Neben der Suche eines White Knight sind Verteidigungsmaßnahmen ausnahmsweise mit Zustimmung des Aufsichtsrates zulässig, wenn die Hauptversammlung bis zu 18 Monate vor deren Implementierung jeweils eine konkrete Ermächtigung erteilt hat. Wird die Ermächtigung der Hauptversammlung während des Laufs der Angebotsfrist erteilt, so bedarf die Maßnahme des Vorstandes nicht der Zustimmung des Aufsichtsrates. Die Bedingungen der Einberufung einer Hauptversammlung auch während des Laufs der Angebotsfrist zur Legitimation von Verteidigungsmaßnahmen sind nach Inkrafttreten des WpÜG deutlich vergünstigt. Für diesen Fall sieht § 16 III 1 WpÜG automatisch eine verlängerte Annahmefrist für das Angebot von mindestens 10 Wochen²⁶² vor. Gleichzeitig gilt gemäß § 16 IV WpÜG in diesen Fällen eine nur 2-wöchige Einberufungsfrist (in Abweichung der Monatsfrist des § 123 I AktG) für die Hauptversammlung an einem beliebigen Ort. Damit ist die Abhaltung von Hauptversammlungen zur Implementierung von Abwehrmaßnahmen während des Laufs der Angebotsfrist keineswegs mehr utopisch.

Der Vorstand der Zielgesellschaft handelt ordnungswidrig, wenn er entgegen § 33 I 1 WpÜG eine dort genannte (Verteidigungs-)Handlung vornimmt (§ 60 I Nr. 8 WpÜG). Hervorzuheben ist allerdings, daß auch das WpÜG nur Abwehrmaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft erfaßt, die nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeange-

²⁶² Statt dessen sah der Übernahmekodex maximal 8 Wochen d.h. 60 Tage vor.

botes durch den Bieter ergriffen werden sollen. Präventive Maßnahmen zur Verhinderung von Übernahmen sind nicht Regelungsgegenstand des Gesetzes.²⁶³

II. Einschlägige Vorschriften des Aktienrechts²⁶⁴

Neben dem WpÜG bleibt das Aktienrecht im wesentlichen maßgebend für die rechtliche Beantwortung der Fragen im Zusammenhang mit feindlichen Unternehmensübernahmen und deren Abwehrmöglichkeiten.²⁶⁵

1. Zwingende Zuständigkeitsverteilung

Will der Vorstand der Zielgesellschaft seine ablehnende Haltung gegenüber der Übernahme durch einen konkreten Bieter für die gesamte Aktiengesellschaft durchsetzen, so ist die Kompetenzverteilung innerhalb der Gesellschaft von grundlegender Bedeutung. Die Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen den Organen der Aktiengesellschaft zieht sich wie ein Leitfaden durch das gesamte Aktiengesetz. Die Zuständigkeitsverteilung ist weitgehend zwingend. Die Aktiengesellschaft hat drei notwendige Organe: Vorstand und Aufsichtsrat als Handlungsorgane und die Hauptversammlung als Willensbildungsorgan.²⁶⁶ Dabei ist – im Gegensatz zum anglo-amerikanischen board-System – eine klare Funktionstrennung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand gegeben, die insoweit auch keine personellen Überschneidungen zuläßt.

Das Zuständigkeitsregime des Aktiengesetzes zeichnet auch den Weg eines Bieters vor, der die Kontrolle in der Zielgesellschaft übernehmen möchte: Der Erwerb der Anteilsmehrheit ist nur ein erster Schritt zur Umsetzung des unternehmerischen Willens in der Aktiengesellschaft. Der Vorstand hat die alleinige Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis nach §§ 76 ff. AktG. Die Hauptversammlung kann über Fragen der Geschäftsführung nur dann entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt (§ 119 II AktG). Dem Aufsichtsrat dürfen Maßnahmen der Geschäftsführung nicht übertragen werden (§ 111 IV 1 AktG). Er hat die Aufgabe, den Vorstand zu überwachen (§ 111 I AktG). Die Mitglieder des Vorstandes werden gemäß § 84 AktG vom Aufsichtsrat bestellt und – jedoch nur bei Vorliegen eines wichtigen Grundes – abberufen.

Der Aufsichtsrat²⁶⁷ setzt sich gemäß § 96 AktG aus Vertretern der Anteilseigner (Kapitalseite) und Vertretern der Arbeitnehmer zusammen. Die Vertreter der Kapitalseite im Aufsichtsrat werden ihrerseits von der Hauptversammlung gewählt (§ 119 I Nr. 1 AktG). Je nach den für

²⁶³ So auch ausdrücklich die Regierungsbegründung des Gesetzesentwurfes, Besonderer Teil, zu § 33 WpÜG, S. 142.

²⁶⁴ Zu den Publizitätspflichten nach §§ 20 f. AktG siehe sogleich *sub III.1.*

²⁶⁵ Vgl. HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 23.

²⁶⁶ Wobei freilich jede Handlung eine entsprechende Willensbildung einschließt, vgl. HÜFFER, § 76 RN 4.

²⁶⁷ Siehe §§ 95 ff. AktG.

die jeweilige Aktiengesellschaft geltenden Mitbestimmungsregelungen²⁶⁸ hat die Arbeitnehmerschaft über ihre Vertretung im Aufsichtsrat weitreichende unternehmerische Einflußmöglichkeiten.

Die Hauptversammlung²⁶⁹ besitzt nur die im Aktiengesetz und in der Satzung festgelegten Entscheidungskompetenzen, § 119 I AktG. Der Satzungsautonomie sind jedoch gemäß § 23 V AktG enge Grenzen gesetzt.

2. Abwehrstrategien des Vorstandes

Innerhalb des Spektrums denkbarer Abwehrmöglichkeiten seitens des Vorstandes sind insbesondere folgende Regelungsbereiche des Aktiengesetzes berührt²⁷⁰:

Entsprechend der Zielrichtung des Bieters, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen, setzen wirksame Abwehrstrategien unter anderem an der Stimmrechtsverteilung, der Fungibilität der Anteile und der Kapitalstruktur in der Aktiengesellschaft an. Dementsprechend sind die Regelungen über die generelle Stimmrechtsverteilung der Aktien und die Möglichkeiten zu deren Modifikation (§ 12, §§ 133 ff.; § 5 EGAktG), die Grundsätze der Kapitalerhaltung (§§ 56, 57) und die Regelungen für Maßnahmen der Kapitalbeschaffung in den §§ 182 ff., sowie die Vorschriften über Namensaktien, insbesondere deren Vinkulierung und die Führung des Aktienregisters (§ 10; §§ 67 f.) und schließlich die Normen über den Erwerb eigener Aktien (§§ 71 ff.) von zentraler Bedeutung. Hervorzuheben ist der Grundsatz der Kapitalerhaltung mit dem Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß §§ 57 ff. AktG. Einem Bieter und späteren Mehrheitsaktionär ist es verboten, sich zu Lasten der Gesellschaft und ihrer Gläubiger Vermögensvorteile zu verschaffen.

Steht auch auf Bieterseite ein Unternehmen bzw. eine Gesellschaft, so sind die Vorschriften über Mehrheitsbeteiligungen an anderen Unternehmen (§ 16) sowie für abhängige und herrschende Unternehmen (§ 17) und wechselseitige Beteiligungen (§ 19; § 6 EGAktG) einschlägig. Die Vorschriften über Unternehmensverträge finden sich in §§ 291 ff.

Allseitig ist der Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre (§ 53 a AktG) zu beachten.

Viele Maßnahmen kann der Vorstand – aufgrund seiner Zuständigkeit – nicht unabhängig und selbständig ergreifen, sondern sie fallen in den Zuständigkeitsbereich der Hauptversammlung. Insbesondere wenn (einschlägige) Festsetzungen in der Satzung (§ 23) vorgenommen werden sollen, bedarf es eines Beschlusses der Hauptversammlung, der in den §§ 179 ff. normiert ist. In diesem Zusammenhang sind freilich auch die Regelungen über eine etwaige Nichtigkeit (§§ 241 f., §§ 249 f.) oder Anfechtbarkeit (§§ 243 ff.; § 251; § 255) von Hauptversammlungsbeschlüssen von Bedeutung.

²⁶⁸ Zur Zusammensetzung des Aufsichtsrates unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Mitbestimmungsregeln siehe sogleich *sub V*.

²⁶⁹ Siehe §§ 118 ff. AktG.

²⁷⁰ Zu den Publizitätsvorschriften in den §§ 20 f. AktG siehe unten *sub III*.

3. Ordnungswidrigkeiten

Schließlich sieht das Aktiengesetz einen Katalog an Straf- und Bußgeldvorschriften in den §§ 399 ff., insbesondere die Vorschriften über Ordnungswidrigkeiten in § 405 vor. Adressaten der Tatbestände sind insbesondere Mitglieder der Organe Vorstand und Aufsichtsrat sowie die Aktionäre und Aktionärsvertreter.

III. Publizitätsvorschriften

1. Aktienrecht und Kapitalmarktrecht

Bei den Publizitätsvorschriften (und Mitteilungspflichten) sind vor allem aktienrechtliche und kapitalmarktrechtliche Normen bedeutsam.²⁷¹

Vor Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)²⁷² im Jahre 1995 bestanden lediglich die Meldepflichten des Aktiengesetzes in den §§ 20, 21, wonach den Erwerber mit Unternehmenseigenschaft²⁷³ gegenüber der Zielgesellschaft eine Meldepflicht erst trifft, sobald er mehr als 25 % der Anteile an der Gesellschaft hält. Dadurch war der stille Aufbau von teilweise großen Beteiligungen²⁷⁴ begünstigt.²⁷⁵

Nunmehr sind – zusätzlich zu den aktienrechtlichen Vorschriften²⁷⁶ – beim Erwerb von Stimmrechtsanteilen an inländischen börsennotierten Aktiengesellschaften in den §§ 21 ff. WpHG Mitteilungspflichten bereits bei deutlich geringeren Veränderungen des Stimmrechtsanteils vorgeschrieben. Die aktienrechtlichen Meldepflichten sind mit den kapitalmarktrechtlichen Pflichten des Wertpapierhandelsgesetzes nicht identisch.²⁷⁷ Die aktienrechtliche Regelung knüpft an die Kapitalbeteiligung, die nach WpHG an die Stimmrechte an. Beide Regelungskomplexe knüpfen an unterschiedliche Schwellenwerte an und die aktienrechtliche Regelung setzt Unternehmenseigenschaft des Meldepflichtigen voraus. Schließlich

²⁷¹ Zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten eingehend WITT, Übernahmen, S. 141 ff.

²⁷² Zu Entstehungsgeschichte und Inhalt des Wertpapierhandelsgesetzes im Überblick, WITT, Übernahmen, S. 139 ff.

²⁷³ Meldepflichtig sind nach den §§ 20 f. AktG nur Aktionäre mit Unternehmenseigenschaft, vgl. hierzu HÜFFER, § 22 Anh. RN 4.

²⁷⁴ So hatte *Ignaz Walter* im Jahre 1991 bereits 40 % von Dywidag (Dyckerhoff und Widmann AG) kontrolliert und trotzdem nicht die Schwelle von 24,9 % überschritten, indem er seine Beteiligung auf mehrere verbundene Parteien, einschließlich seiner eigenen Kinder, verteilte. Dementsprechend hatte *Walter* keine Mitteilung über seine Beteiligung abgegeben und entsprechende Gerüchte dementiert, vgl. hierzu die Fallstudie bei JENKINSON/LJUNGQVIST, *Hostile Stakes*, S. 25.

²⁷⁵ Zu den praxisrelevanten Problemen der Mitteilungspflichten nach §§ 20, 21 AktG siehe HÄGELE, NZG 2000, 726 ff.

²⁷⁶ Vgl. hierzu den Vorschlag von WITT, AG 1998, S. 171 ff. zur Zusammenfügung der §§ 21 ff. WpHG und des § 20 AktG zu einem einzigen Regelungskomplex.

²⁷⁷ Zum unterschiedlichen Normzweck der Mitteilungspflichten nach §§ 20 f. AktG und nach §§ 21 ff. WpHG siehe HÄGELE, NZG 2000, 726, 728.

bestehen auch noch Unterschiede hinsichtlich der den Meldepflichtigen zuzurechnenden Stimmen.²⁷⁸ Die einschlägigen Normkomplexe des Wertpapierhandelsgesetzes und Aktiengesetzes bestehen zwar nebeneinander, sind aber nur alternativ anwendbar.²⁷⁹ Für Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften i.S.d. § 21 II WpHG bestehen gemäß §§ 20 VIII und 21 V AktG ausschließlich Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG.²⁸⁰ Von feindlichen Übernahmeversuchen werden typischerweise börsennotierte Gesellschaften i.S.d. § 21 II WpHG²⁸¹ – insbesondere Aktiengesellschaften mit Sitz im Inland – berührt, wodurch hier den wertpapierhandelsrechtlichen Mitteilungspflichten die zentrale Bedeutung zukommt.

Anzeigepflichtig ist gemäß § 21 I 1 WpHG der Anteilsinhaber und derjenige, der sich gemäß § 22 WpHG Stimmrechte zurechnen lassen muß, die ein Dritter hält.²⁸² Er hat der Gesellschaft und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unverzüglich, spätestens binnen sieben Kalendertagen, schriftlich die Tatsache und Höhe des aktuellen Stimmrechtsanteils mitzuteilen, wenn er 5, 10, 25, 50 oder 75 % des Stimmrechts an einer börsennotierten Gesellschaft erreicht, überschreitet oder unterschreitet. Die Meldung ist sodann vom Zielunternehmen zu veröffentlichen.

Sanktionen finden sich in § 28 WpHG (bzw. in § 20 VII AktG). Danach droht bei Zuwiderhandlungen eine gemäß § 39 I WpHG (bzw. gemäß § 405 III Nr. 5 AktG) bußgeldbewehrte Suspendierung der Rechte an allen Anteilen, die einem Meldepflichtigen (einschließlich eventueller Zurechnungen) gehören.²⁸³ Eine dennoch (verbotswidrige) Stimmabgabe und Verwertung macht bei entsprechender Kausalität den entsprechenden Hauptversammlungsbeschluß anfechtbar.²⁸⁴

§ 15 WpHG ordnet eine sogenannte Ad-hoc-Mitteilung an.²⁸⁵ Die Ad-hoc-Publizität soll die laufende Publizität in Gestalt der jährlichen aktienrechtlichen Rechnungslegung und der

²⁷⁸ Siehe zum Verhältnis der §§ 20 f. AktG und 21 ff. WpHG eingehend KÜMPEL, S. 135.

²⁷⁹ Vgl. HÜFFER, § 20 RN 1.

²⁸⁰ Vgl. HÜFFER, § 20 RN 18 m.w.N.

²⁸¹ Die Aktien der Gesellschaft müssen gemäß § 21 II WpHG zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder in einem Mitgliedstaat der EG oder Vertragsstaat des EWR-Abkommens zugelassen sein. Damit ist etwa der amtliche Handel und der geregelte Markt eingeschlossen, HÜFFER, § 22 Anh. RN 13.

²⁸² Der Meldepflichtige muß sich gemäß § 22 WpHG unter anderem Stimmrechte zurechnen lassen, die (jeweils alternativ) ein Dritter für ihn oder für ein Tochterunternehmen von ihm hält, (oder) die ein Tochterunternehmen von ihm hält, (oder) die zusammen mit seinen eigenen Stimmen in einem Pool gehalten werden, durch den die Stimmrechte einvernehmlich ausgeübt werden, (oder) die er einem Dritten unter Beibehaltung der Möglichkeit, die Stimmrechte auszuüben, als Sicherheit übertragen hat, (oder) an denen zu seinen Gunsten ein Nießbrauch bestellt ist, (oder) die er oder ein Tochterunternehmen von ihm durch einseitige Willenserklärung erwerben kann, (oder) die ihm anvertraut sind, sofern er die Stimmrechte grundsätzlich nach eigenem Ermessen ausüben kann. Stimmrechte von Tochterunternehmen des Meldepflichtigen werden diesem in voller Höhe zugerechnet. – Die Zurechnungstatbestände wurden mit dem neuen WpÜG geringfügig modifiziert und ergänzt. Siehe hierzu im einzelnen den Entwurf der Bundesregierung zum WpÜG, S. 48 sowie die Regierungsbegründung, S. 176, 177.

²⁸³ Eine Ausnahme gilt für die Ansprüche aus §§ 58 IV, 271 I AktG, wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen und nachgeholt wurde, § 28 S. 2 WpHG bzw. § 20 VII 2 AktG.

²⁸⁴ WEISNER, S. 135

²⁸⁵ Siehe hierzu WITT, Übernahmen, S. 164 ff.; zu den Unsicherheiten im praktischen Umgang mit § 15 I WpHG EKKENGA, ZGR 1999, 165 ff.; FÜRHOFF/WÖLK, WM 1997, 449 ff.; Zur Auslegung des § 15 WpHG siehe auch die Erläuterungen und Empfehlungen des Arbeitskreises der Deutsche Börse AG mit

obligatorischen Zwischenberichterstattung (sog. Regelpublizität) ergänzen.²⁸⁶ Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintreten, die nicht öffentlich bekannt sind und wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf geeignet sind, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen, müssen unverzüglich öffentlich bekannt gemacht werden.²⁸⁷ Neben der Veröffentlichungspflicht und der Meldepflicht regelt § 15 WpHG auch den Meldeweg. Eine kursbeeinflussende Tatsache ist danach unmittelbar vor der Veröffentlichung den Börsen und sodann der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mitzuteilen.²⁸⁸ Bei der Beurteilung eines konkreten Sachverhaltes auf seine publizitätspflichtige und insiderrechtliche Relevanz sind stets die Umstände des Einzelfalles zu berücksichtigen.²⁸⁹ Insbesondere feindliche Übernahmeangebote sind jedoch regelmäßig geeignet, den Kurs der Bietergesellschaft als auch der Zielgesellschaft zu beeinflussen.²⁹⁰

Für die Zielgesellschaft bedeutet dies: Wenn der Empfang einer Offerte nicht mit deren Veröffentlichung seitens des Bieters zeitlich zusammenfällt, ist dieser als kognitives Ereignis gemäß § 15 WpHG zu veröffentlichen. Nach dem WpÜG löst jedoch bereits die *Entscheidung* des Bieters zur Abgabe eines Übernahmeangebotes eine Publizitätspflicht aus (§ 10 I WpÜG). Insoweit wird § 15 WpHG verdrängt; § 10 I WpÜG ist *lex specialis* (§ 10 VI WpÜG). Im übrigen können bei der Zielgesellschaft bestimmte Abwehrmaßnahmen (z.B. Veräußerung satzungsmäßiger Kernbereiche, Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen oder Kapitalmaßnahmen) eine Meldepflicht auslösen.²⁹¹

2. Handelsrecht

Eine zusätzliche Publizitätsfunktion kann sich durch die Rechnungslegungsvorschriften ergeben, wenn auf Bieterseite eine Kapitalgesellschaft oder ein sonstiges Unternehmen mit gewisser Größe²⁹² steht. Gemäß § 285 Nr. 11 HS 1 HGB gehört zu den Pflichtangaben im Anhang der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung der Name und Sitz anderer Unternehmen,

Vertretern der Verbände von Industrie, Handel, Kredit- und Versicherungswirtschaft, WM 1994, 2038, 2042 ff.; zur Ad-hoc-Publizität aus Bankensicht, KÜMPEL, WM 1996, 653 ff.

²⁸⁶ KÜMPEL, S. 91 m.w.N.

²⁸⁷ Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins e.V., AG 1997, 559, 560.

²⁸⁸ Die Emittenten bedienen sich dabei in aller Regel der elektronischen Informationsverbreitungssysteme. Mit dem gesetzlich vorgegebenen Meldeweg erhalten die Börsen etwa 20 bis 30 Minuten vor der Öffentlichkeit die Informationen, wodurch sie ausreichend Zeit haben, über eine eventuelle Kursaussetzung zu entscheiden. Eine Kursaussetzung indes erfolgt in der Praxis äußerst selten, vgl. zum Ganzen WITTICH, AG 1997, 1, 3.

²⁸⁹ Als Richtschnur kann eine Publikation der Deutschen Börse AG in Zusammenarbeit mit Spitzenverbänden der deutschen Wirtschaft mit Erläuterungen und Empfehlungen sowie praxisnahen Beispielen dienen, siehe hierzu KÜMPEL, S. 116 f. m.w.N.

²⁹⁰ Vgl. den Katalog der Publikation der deutschen Börse AG („Übernahme- und Abfindungs-/Kaufangebote“), KÜMPEL, S. 117.

²⁹¹ Vgl. hierzu KÜMPEL, S. 117 unter Hinweis auf den Katalog der Publikation der Deutschen Börse AG.

²⁹² Siehe hierzu im einzelnen WITT, Übernahmen, S. 220.

von denen die Kapitalgesellschaft mindestens 20 % der Anteile besitzt.²⁹³ Anzugeben ist außerdem die genaue Höhe des Kapitalanteils. Von börsennotierten Kapitalgesellschaften sind gemäß § 285 Nr. 11 HS 3 HGB und von Kreditinstituten gemäß § 340a IV HGB zusätzlich alle Beteiligungen an großen Kapitalgesellschaften anzugeben, wenn sie 5 % der Stimmrechte überschreiten. Entsprechendes gilt gemäß § 313 II Nr. 4 S. 1 HGB für den Anhang der Konzernbilanz und der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung.²⁹⁴

3. Sonstige Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten

Unter anderem finden sich noch Publizitätspflichten im Börsenrecht²⁹⁵, Bankenaufsichtsrecht²⁹⁶ und Versicherungsaufsichtsrecht²⁹⁷. Diese Regelungen enthalten jedoch materiell keine wesentlichen zusätzlichen Anforderungen an die Verhaltenspflichten der beteiligten Parteien im Zuge einer (feindlichen) Übernahme.

IV. Kartellrecht und Fusionskontrolle

Die Übernahme börsennotierter Unternehmen unterliegt der Fusionskontrolle. Je nach der meist nach Umsatz bemessenen Größe der beteiligten Unternehmen unterliegt die Übernahme der Fusionskontrolle aufgrund nationaler Gesetze oder der Fusionskontrolle nach der EG-Fusionskontrollverordnung VO 4064/89.²⁹⁸

In Deutschland gilt wie im gesamten Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) für das Verhältnis zwischen EG- und nationalen Fusionskontrollen eine strenge Alternativität zugunsten eines One-Stop-Shop-Prinzips. Wird der Zusammenschluß von der EG-Fusionskontrolle erfaßt, dann unterliegt er damit von vornherein nicht den nationalen Fusionskontrollen.²⁹⁹ Nur wenn der Sachverhalt nicht der EG-Fusionskontrolle unterliegt, kommt die nationale Fusionskontrolle zum Tragen.³⁰⁰

²⁹³ Zu Reformbestrebungen, wonach die in § 285 Nr. 11 HGB behandelten Angaben zum Anteilsbesitz allgemein von 20 % auf 10 % gesenkt werden sollten, vgl. LUTTER, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 52, 53.

²⁹⁴ Zum Ganzen siehe WITT, Übernahmen, S. 220 f.

²⁹⁵ Zu den börsenrechtlichen Transparentmachungspflichten siehe auch WITT, Übernahmen, S. 215. Die Zielgesellschaft hat als Emittent börsenzugelassener Aktien zudem die Pflicht, wesentliche Änderungen gegenüber früher veröffentlichten Angaben über Aktionäre mit mehr als 25 % des gezeichneten Kapitals oder den entsprechenden Stimmrechten unter Angabe der aktuellen Beteiligungshöhe unverzüglich nach Kenntnis in einem Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen und gleichzeitig Mitteilung an die jeweilige Börsenzulassungsstelle zu machen (§ 44 I Nr. 3, II BörsG i.V.m. § 66 II BörsZulVO, § 70 BörsZulVO), HOLZAPFEL/PÖLLATH, Unternehmenskauf, RN 225. Mögliche Sanktionen sind der Widerruf der Börsenzulassung, vgl. § 44d BörsG sowie Geldbußen, vgl. § 90 BörsG; vgl. hierzu auch FÜRHOFF/WÖLK, WM 1997, 449 f.

²⁹⁶ Siehe hierzu WITT, Übernahmen, S. 218 f.

²⁹⁷ Siehe hierzu WITT, Übernahmen, S. 219.

²⁹⁸ BECHTOLD in von ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 485 m.w.N.

²⁹⁹ BECHTOLD in von ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 485.

³⁰⁰ Vgl. § 35 III GWB und Art. 21 II VO 4064/89.

Die Zuständigkeit der EG-Kommission für einen Zusammenschluß setzt einen Zusammenschluß von gemeinschaftsweiter Bedeutung i.S.d. Art. 1 II, III VO 4064/89 (Erreichen bestimmter Umsatzschwellen)³⁰¹ und das Vorliegen eines Zusammenschlußtatbestandes gemäß Art. 3 VO 4064/89 voraus.³⁰² Vorliegend von Bedeutung ist vor allem der Tatbestand der Erlangung der Kontrolle über ein Unternehmen gemäß Art. 3 I b VO 4064/89. Kontrolle bedeutet gemäß Art. 3 III VO 4064/89 die Möglichkeit, einen bestimmenden Einfluß auf ein anderes Unternehmen auszuüben. Dies sind die Fälle des Erwerbs einer einfachen Mehrheitsbeteiligung (>50 %) oder einer sonstigen rechtlich oder tatsächlich begründeten ständigen Beherrschungsmöglichkeit (insbesondere aufgrund niedriger Hauptversammlungspräsenzen).³⁰³

Die Anwendung der deutschen Fusionskontrolle setzt voraus, daß die Umsatzschwellen des § 35 I GWB (Erreichen einer weltweiten Umsatzschwelle von mehr als 500 Mio. €) erfüllt sind und ein Zusammenschlußtatbestand gemäß § 37 I GWB gegeben ist.³⁰⁴ § 37 GWB enthält einen Katalog von Zusammenschlußtatbeständen, deren vorliegend bedeutsamster an die Kontrollerlangung über ein anderes Unternehmen anknüpft.³⁰⁵

Sowohl nach der EG-Fusionskontrollverordnung als auch nach GWB kann der Zusammenschluß gegebenenfalls entweder nur unter Auflagen genehmigt oder ganz untersagt werden. Entscheidendes materielles Kriterium für die Prüfung ist in beiden Fällen eine Begründung oder Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung³⁰⁶ durch den Zusammenschluß.³⁰⁷

V. Mitbestimmungsrecht

Das Mitbestimmungsrecht kann große Auswirkungen auf die Attraktivität einer Zielgesellschaft haben. Man unterscheidet zwischen der betrieblichen Mitbestimmung und der Unter-

³⁰¹ Der weltweite Gesamtumsatz der zusammengeschlossenen Unternehmen muß mehr als 5 Mrd. € oder der EU-weite Umsatz mindestens 250 Mio. € betragen. Es gibt jedoch Bestrebungen der EU-Kommission, diese Umsatzschwellen herabzusetzen, weil zu viele Unternehmenszusammenschlüsse von europäischer Dimension unter diesen Schwellen blieben, vgl. FAZ v. 27.6.2000, S. 18 und FAZ v. 29.6.2000, S. 17.

³⁰² Vgl. hierzu insbesondere zu den Umsatzschwellen im einzelnen, BECHTOLD in von ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 486.

³⁰³ BECHTOLD in von ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 485 m.w.N.

³⁰⁴ Daneben muß seit der 6. GWB-Novelle gemäß § 35 I Nr. 2 GWB mindestens ein beteiligtes Unternehmen im Inland Umsatzerlöse in Höhe von mehr als 25 Mio. € erzielt haben, vgl. im einzelnen SCHULTE, AG 1998, 297, 305. Zur 6. GWB-Novelle und den Auswirkungen auf die Fusionskontrolle siehe MÖSCHEL, AG 1998, 561, 562 ff., BUNTE, DB 1998, 1748 ff., SCHULTE, AG 1998, 297 ff., BAUMS, ZIP 1998, 233 ff., K. SCHMIDT, AG 1998, 551 ff.

³⁰⁵ Aber auch Minderheitsbeteiligungen von 25 % und 50 % sind gemäß § 37 I GWB Zusammenschlußtatbestände, vgl. BECHTOLD in von ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 492.

³⁰⁶ Zum Begriff der marktbeherrschenden Stellung (insbesondere in der europäischen Fusionskontrolle) siehe RÖSLER, NZG 2000, 857 ff.

³⁰⁷ Wichtigster Indikator für die Marktbeherrschung sind hohe Marktanteile. Siehe zu den Voraussetzungen einer Marktbeherrschung nach GWB und EG-Fusionskontrollrecht im einzelnen BECHTOLD in von ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 496 ff.

nehmensmitbestimmung.³⁰⁸ Die *betriebliche* Mitbestimmung schützt den Arbeitnehmer in seiner arbeitsrechtlichen und sozialen Stellung und erfolgt durch den Betriebsrat.³⁰⁹ Sie ist im Rahmen eines Kontrollwechsels in der Gesellschaft nicht von spezifischer Bedeutung.³¹⁰

Von Interesse ist die *Unternehmensmitbestimmung*, die der Arbeitnehmerseite Einfluß auf die Leitung des Unternehmens durch Beteiligung in den Organen verschafft. Für die Übernahme der Kontrolle ist dies von großer Bedeutung, weil die Hauptversammlung nur die Anteilseignerseite im Aufsichtsrat abberufen und bestimmen kann. § 96 I AktG regelt die Zusammensetzung des Aufsichtsrates und enthält gesetzestechnisch Verweisungen auf die mitbestimmungsrechtlichen Vorschriften.³¹¹

Bei der Unternehmensmitbestimmung lassen sich drei Varianten unterscheiden. Das Montan-MitBestG³¹² erfaßt nur Unternehmen der Montanindustrie und betrifft heute nur noch wenige Unternehmen.³¹³ Das MitbestG³¹⁴ erfaßt sonstige Unternehmen mit in der Regel mehr als 2000 Arbeitnehmern.³¹⁵ In beiden Fällen ist der Aufsichtsrat zu gleichen Teilen mit Vertretern der Anteilseigner und Arbeitnehmer besetzt.³¹⁶ Etwaige Pattsituationen werden im ersten Falle durch ein weiteres neutrales Mitglied vermieden, auf das sich beide Seiten einigen müssen.³¹⁷ Im zweiten Falle wird hierfür dem Aufsichtsratsvorsitzenden, der mit einer Mehrheit von zwei Dritteln der Aufsichtsratsmitglieder gewählt wird³¹⁸, eine zweite Stimme eingeräumt, wenn sich auch nach zwei Wahlgängen Stimmengleichstand ergibt.³¹⁹ Schließlich besteht in allen sonstigen Unternehmen, die nicht mehr als 2000 Arbeitnehmer regelmäßig beschäftigen, der Aufsichtsrat nur zu einem Drittel aus Vertretern der Arbeitnehmer.³²⁰ Von jeglicher Unternehmensmitbestimmung ausgenommen ist die Aktiengesellschaft nur dann, wenn sie weniger als 500 Arbeitnehmer beschäftigt.³²¹

³⁰⁸ Vgl. hierzu und im folgenden HÜFFER, Gesellschaftsrecht, § 30 (4.).

³⁰⁹ Sie ist geregelt im Betriebsverfassungsgesetz, insbesondere in den §§ 87 ff. und 92 ff. BetrVG 1972.

³¹⁰ Über die Möglichkeit der Modifizierung der *betrieblichen* Mitbestimmung zugunsten der Arbeitnehmer unter der Bedingung eines nicht konsentierten Kontrollwechsels wurde im Rahmen möglicher Abwehrmaßnahmen – soweit ersichtlich – noch nicht näher nachgedacht. Privatautonome Mitbestimmungsvereinbarungen dürften im Bereich der *Unternehmensmitbestimmung* einer Aktiengesellschaft wegen Verstoßes gegen die zwingende Regelung des § 96 I AktG unzulässig und nichtig sein, vgl. HÜFFER, § 96 RN 3 m.w.N.

³¹¹ HÜFFER, § 96 RN 1.

³¹² Montanmitbestimmungsgesetz vom 21.5.1951.

³¹³ § 96 I Alt. 2 AktG

³¹⁴ Mitbestimmungsgesetz vom 4.5.1976.

³¹⁵ § 96 I Alt. 1 AktG

³¹⁶ § 4 Montan-MitbestG und § 7 MitbestG.

³¹⁷ § 8 Montan-MitbestG.

³¹⁸ § 27 MitbestG.

³¹⁹ § 29 II MitbestG.

³²⁰ § 76 I BetrVG 1952 i.V.m. § 129 BetrVG 1972; § 96 I, 4. Alt. AktG.

³²¹ Siehe § 96 I Alt. 5 AktG. Bei Gesellschaften, die vor dem 10.8.1994 in das Handelsregister eingetragen worden sind, gilt dies nur, wenn es sich um eine sogenannte Familiengesellschaft handelt, § 76 VI 1 BetrVG 1952.

VI. Zusammenfassung

Vor Inkrafttreten des WpÜG kannte das deutsche Recht keine gesetzliche Verfahrensordnung für den Aufkauf einer Kontrollmehrheit. Es lagen lediglich Vorschriften vor, die eine Offenlegungspflicht vorsehen. Die verschiedenen Regelungen zur Offenlegung von Beteiligungen an Aktiengesellschaften gelten mangels einer gesetzlichen Konkurrenzregelung nebeneinander.³²²

Das WpÜG stellt insoweit einen normativen Fortschritt dar. Das Gesetz will insbesondere ein faires und geordnetes Angebotsverfahren gewährleisten und trifft für den Zeitraum ab Abgabe eines Übernahmeangebotes umfassende Regelungen für Verhaltenspflichten und die Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft. Die Regelungen des Übernahmegesetzes gehen als *leges speciales* den Vorschriften etwa des Aktiengesetzes vor.³²³ Im übrigen bleibt jedoch das Aktiengesetz für die Beurteilung von einzelnen Verteidigungsmaßnahmen seitens des Vorstandes der Zielgesellschaft maßgeblich.

³²² Vgl. WITT, Übernahmen, S. 221 ff.

³²³ KIRCHNER, WM 2000, 1821, 1826.

E. Der Markt für feindliche Unternehmensübernahmen in Deutschland

Bereits eingangs wurde aufgezeigt, daß in Deutschland ein Vorurteil verbreitet ist, wonach die „Marktbedingungen“ für feindliche Übernahmen hierzulande denkbar ungünstig seien. Ein Auftreten feindlicher Übernahmen von deutschen Zielgesellschaften bleibe – wenn überhaupt – wenigstens auf Einzelfälle beschränkt.

Im folgenden soll die These verifiziert werden, wonach sich jedenfalls für die nähere Zukunft dieses Bild wandeln werde. Teilweise lassen sich für feindliche Übernahmen unveränderte Marktbedingungen ausmachen, zum Teil kann man aber bereits gegenwärtig Veränderungen feststellen und schließlich kann man anhand heute bekannter Fakten weitere, künftige Veränderungen prognostizieren: Zahlreiche, den Markt für Unternehmenskontrolle bedingende Faktoren bereiten demnach künftigen feindlichen Übernahmeverhaben einen günstigen Boden.

Um den Markt für feindliche Übernahmen zu beurteilen, sind nach einer Bestandsaufnahme (*I.*) die den Markt prägenden Faktoren im einzelnen zu beleuchten. Als Einflußfaktoren kommen hier in Betracht: das Marktvolumen (*II.*), die Anbieterseite (*III.*) und die Nachfrageseite (*IV.*).

I. Bestandsaufnahme: Feindliche Übernahmen in Deutschland

Feindliche Übernahmen sind in Deutschland bislang, insbesondere im Vergleich zu den USA und Großbritannien aber auch im kontinentaleuropäischen Vergleich,³²⁴ eine seltene Erscheinung geblieben.³²⁵ Der Anteil feindlicher Übernahmen am gesamten Transaktionsvolumen hatte in Europa mit über 30 % – gegenüber einem Anteil von 6 % in den USA – im Jahre 1999 sogar stark zugenommen.³²⁶

³²⁴ In Kontinentaleuropa wurden in den 90er Jahren 63 feindliche Übernahmeveruche gezählt und im Vereinigten Königreich 141. Davon konnten sich in Kontinentaleuropa lediglich 24 Zielgesellschaften und im Vereinigten Königreich 40 Gesellschaften ihre Unabhängigkeit bewahren (Quelle: JP Morgan GmbH, 2001). Es enden demnach weit über 50 % von feindlichen Übernahmeangeboten mit einem Kontrollwechsel bei der Zielgesellschaft.

³²⁵ Vgl. WEISNER, S. 3 m.w.N.

³²⁶ HERDEN/REINHARD, M&A 2000, 73, 74: Einige der größten europäischen Transaktionen sind im Wege der unfreundlichen Übernahme erfolgt, wie bspw. BNP/Paribas, Total Fina/Elf Aquitaine, Olivetti/Telecom Italia, Royal Bank of Scotland/National Westminster und schließlich Vodafone AirTouch/Mannesmann.

1. Allgemeine Übernahme-situation und abgegebene öffentliche Übernahmeangebote in Deutschland

Die allgemeine Übernahme-situation verläuft langfristig zyklisch und spiegelt anteilig auch die Häufigkeit von feindlichen Übernahmeangeboten wider.³²⁷

In den letzten Jahren ist das internationale Transaktionsvolumen³²⁸ beständig angewachsen, ehe es in den Jahren 2000/2001, von hohem Niveau ausgehend, wieder relativ stark zurück ging.³²⁹ Bei der Anzahl an Unternehmensübernahmen mit deutscher Beteiligung gehen Schätzungen³³⁰ für die Zeit von 1986 bis 1998 von einer Verdoppelung aus.³³¹

Die Beispiele für bislang in Deutschland stattgefundenene feindliche Übernahmeversuche sind nicht sehr zahlreich. Gescheiterte feindliche Übernahmeversuche sind die Fälle Krupp-Hoesch/Thyssen³³² sowie Pirelli/Continental³³³ und die versuchte Übernahme der Feldmühle Nobel AG durch die Brüder Flick.³³⁴ Erfolgreiche feindliche Übernahmeversuche liegen mit der Übernahme der Aachener und Münchener Beteiligungs-AG (AMB)³³⁵ durch die Assurances Générales de France (AGF), der Übernahme von Hoesch durch Krupp, von Dywidag durch die Walter Gruppe, sowie der Mannesmann AG durch Vodafone AirTouch plc. vor. Insgesamt kann man in den 80er und 90er Jahren zusammengenommen zwischen 10 und 17 Fälle mit deutschen Zielgesellschaften zählen, die als feindliche Übernahme bzw. als Übernahmeversuche bezeichnet werden können.³³⁶ In nahezu allen Fällen handelte es sich dabei um die Übernahme eines Blockanteiles.

³²⁷ Hier soll nicht näher auf die allgemeine Entwicklung der Übernahmetätigkeit und deren Ursachen eingegangen werden.

³²⁸ Zum internationalen und insbesondere europäischen Volumen an Unternehmensübernahmen und Fusionen siehe WEISNER, S. 1 m.w.N.; siehe ebd. in FN 2 die Hinweise auf einige aufsehenerregende Transaktionen in Europa in den letzten Jahren mit deutscher Beteiligung (Daimler/Chrysler; Deutsche Bank/Bankers Trust; Hoechst/Rhone-Poulenc).

³²⁹ Es hatte im Jahre 1998 rund 2,5 Bio. US-\$ betragen, wovon mehr als 2.200 Transaktionen mit einem Marktvolumen von 440 Mrd. DM mit deutscher Beteiligung waren. In 1999 steigerte sich das weltweite Transaktionsvolumen auf 3,4 Bio. US-\$. Der europäische Anteil stieg von 23 % in 1998 auf 37 % in 1999; siehe hierzu eingehend und zum folgenden Zahlenmaterial HERDEN/REINHARD, M&A 2000, 73 (Quelle: Thomson Financial Securities Data).

³³⁰ Quantitative Angaben über Unternehmenstransaktionen lassen sich in der Bundesrepublik Deutschland nur durch empirische Untersuchungen in Form von Fragebogenaktionen nach erfolgtem Erwerb oder durch Presseauswertungen gewinnen; etwaige amtliche statistische Aufzeichnungen über Unternehmensbeteiligungen gibt es nicht, HÖLTERS in HÖLTERS, Teil I RN 27.

³³¹ *Hopt* spricht für den Zeitraum bis 1990 von „rund 3000 Unternehmensakquisitionen“ in Deutschland pro Jahr (in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 23); vgl. auch CLIFFORD CHANCE PÜNDER (Hrsg.), *Merging with and acquiring German companies*, S.9 (zwischen 2.500 und 3.000 Transaktionen jährlich im Zeitraum 1988 bis 1999); vgl. hierzu auch WEISNER, S. 1 m.w.N.; vgl. zum M&A-Aufkommen in diesen Branchen in 1999 MUCHOW, M&A 2000, 2 ff.

³³² Siehe hierzu etwa SCHILLING, BB 1997, 1909 ff.

³³³ Siehe genauer hierzu HIRTE, NJW 1996, 2827, 2837 m.w.N.

³³⁴ Siehe hierzu NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 577 mit weiteren Beispielsfällen aus den 80er Jahren.

³³⁵ Vgl. hierzu HIRTE, NJW 1996, 2827, 2837 m.w.N.; LG Aachen, AG 1992, 410=DB 1992, 1564=ZIP 1992, 924.

³³⁶ Zu den Beispielen feindlicher Übernahmeversuche deutscher Zielgesellschaften siehe die Fallstudien bei JENKINSON/LJUNQVIST, *Hostile Stakes*, (Anhang), S. 21 ff. sowie eine Auflistung (Anhang, Table 4).

2. Ursachen für die bislang geringe Bedeutung feindlicher Übernahmen deutscher Zielgesellschaften

Daß bislang in Deutschland die feindliche Übernahme keine besonders große Rolle gespielt hatte, wird mittels zahlreicher Aspekte begründet.³³⁷ Dabei spielen viele Einzeltatsachen eine Rolle, die sich im wesentlichen zusammenfassen lassen in Aspekte, welche die Bankenstruktur betreffen (*a*), sowie in gesellschaftsrechtliche (*b*) und arbeitsrechtliche Bedingungen (*c*). Von grundlegender Bedeutung ist jedoch die Struktur des deutschen Kapitalmarktes, wonach es an geeigneten Zielgesellschaften mangelt (*sogleich eingehend sub d*). Schließlich spielt auch das Meinungsbild in der Öffentlichkeit noch eine Rolle (*e*).

a) Die Bankenstruktur in Deutschland

Bieter sind regelmäßig zur Finanzierung des Übernahmepreises und zur Begleitung der Transaktion auf Banken angewiesen. Deutsche (Groß-)Banken stehen den Bietern im Rahmen einer feindlichen Übernahme in der Regel jedoch nicht zur Verfügung.

Nicht zuletzt, weil die Bankenlandschaft in Deutschland nicht von einem Trennbankensystem³³⁸ sondern vom Universalbankensystem³³⁹ geprägt ist, hat der Einfluß der Banken in Deutschland ein enormes Gewicht erlangt. Die Banken sind bei der gegenwärtig noch existierenden Verflechtung der großen deutschen Aktiengesellschaften faktisch bei sehr vielen Transaktionen gleichzeitig als Kreditgeber und als Investmentbank beteiligt.³⁴⁰ Diese Tatsache wird zu Recht vielfach als maßgeblicher Hemmschuh für die Finanzierung eines feindlichen Übernahmeangebotes durch die deutschen Kreditinstitute gesehen. Schließlich wird eine Zielgesellschaft eines feindlichen Übernahmeangebotes ihre Geschäfte mit ihrer Hausbank dann nicht mehr fortführen wollen, wenn diese – oder eine damit beteiligungsmäßig verflochtene Bankgesellschaft³⁴¹ – auf Bieterseite das feindliche Übernahmeangebot finanziert oder begleitet.³⁴² So hatte bereits Ende der 80er Jahre der – damalige – Vorstand der Deutschen Bank einen Beschluß gefaßt, keine feindlichen Übernahmen zu finanzieren.³⁴³

³³⁷ Vgl. hierzu nur NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 578 sowie SCHANDER, BB 1997, 1801, 1804.

³³⁸ Im Trennbankensystem können im Gegensatz zum Universalbankensystem Banken und Kreditinstitute nicht gleichzeitig Geschäfte im Eigenkapitalbereich von Gesellschaften (Börsengeschäfte, Emissionsgeschäfte und Betreiben von Aktienfonds) und im Fremdkapitalbereich (Bereitstellung von Krediten und sonstige klassische Bankgeschäfte) betreiben. Dieses Trennbankensystem hatte bislang in den USA die Bankenszene geprägt und war dort gesetzlich festgeschrieben im Glass-Steagal Act, dem Bank Holding Company Act und dem Mc Fadden Act, vgl. WEISNER, S. 130 m.w.N.; zum Ende des amerikanischen Trennbankensystems, HOFFMANN, WM 2000, 1773 ff.

³³⁹ Zum deutschen Universalbankensystem eingehend WEBER in WALTER/von ROSEN (German Financial Markets, 1995), S. 36 ff.

³⁴⁰ Zur Bankenmacht und Übernahmesituation in Deutschland siehe auch FRANKS, Journal of Banking and Finance, 1998, 1385 ff.; siehe hierzu auch eine Auseinandersetzung zwischen ARNDT und PFEIFFER in Die Bank, 1987, 270 ff.

³⁴¹ Zum beeindruckenden Netz der Beteiligungen von Banken und Versicherungen in Deutschland siehe eine Graphik bei ADAMS, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 9, 19.

³⁴² Ein weiterer Grund für die gehemmte Bereitschaft der deutschen Großbanken zur Finanzierung von feindlichen Übernahmeangeboten mag in der – oben erwähnten – geringen Akzeptanz des Phänomens, quer durch

Die Banken haben an den größeren deutschen Aktiengesellschaften einen relativ umfangreichen Beteiligungsbesitz.³⁴⁴ Zusätzlichen Einfluß können die Banken über die Ausübung der Depotstimmrechte nach § 135 AktG geltend machen.³⁴⁵ Die Hauptversammlungen der größten Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz werden von Banken dominiert, wobei ihr mehrheitlicher Stimmenanteil in den Hauptversammlungen ganz überwiegend auf Vollmachtsstimmen ihrer Depotkunden beruht.³⁴⁶ Das Vollmachtsstimmrecht hat in Gesellschaften mit einem hohen Streubesitzanteil seine größte Bedeutung.³⁴⁷ Wenn in solchen Gesellschaften zudem noch Höchststimmrechte³⁴⁸ eingerichtet worden waren, so konnte dies zur vollständigen und unumkehrbaren Beherrschung der betroffenen Gesellschaften durch die Depotbanken führen.³⁴⁹ Immerhin wurde mit dem zentralen Reformpunkt des Vollmachtsstimmrechts³⁵⁰ im KonTraG³⁵¹ eine leichte Einschränkung der Einflußkumulation aus Vollmachtsstimmrecht und Beteiligungsbesitz der Banken vorgenommen. Danach sieht § 135 I 3 AktG nunmehr vor, daß ein Kreditinstitut das Stimmrecht aus einer Vollmacht nicht ohne Einzelanweisung ausüben darf, wenn es mit mehr als 5 % am Grundkapital der betroffenen Gesellschaft beteiligt ist.

Weitere Interferenzen entstehen durch die personelle Verflechtung in den Aufsichtsräten großer deutscher Aktiengesellschaften.³⁵² Die Leitungsorgane deutscher Banken sind in großer Breite in den Aufsichtsgremien größerer Aktiengesellschaften vertreten, wodurch sie ihre (bank-)eigenen unternehmenspolitischen Interessen einfließen lassen können.³⁵³

fast alle Gesellschaftsbereiche, liegen; so jedenfalls EBENROTH/DAUM, DB 1991, 1105, 1106; WEISNER, S. 130.

³⁴³ WEICKART, Manager Magazin 1989 (Heft 4), 129, 130.

³⁴⁴ Vgl. hierzu BAUMS/FRAUNE, AG 1995, 97, 98 mit einer Untersuchung des Anteilsbesitzes von Großaktionären der 24 größten Gesellschaften in mehrheitlichem Streubesitz im Jahre 1992.

³⁴⁵ Die Debatte um das Bankenstimmrecht soll bereits seit mindestens 70 Jahren stattfinden, CLAUSSEN, AG 1996, 481, 482.; vgl. auch RASCH, NJW 1976, 501.

³⁴⁶ BAUMS/FRAUNE, AG 1995, 97, 111; eine vergleichende Darstellung der Stimmrechtsvertretung (durch die Depotbanken) in Deutschland, Frankreich und England findet sich bei BEHNKE, NZG 2000, 665 ff. und für das deutsche und US-amerikanische Recht bei HOFFMANN, Systeme der Stimmrechtsvertretung in der Publikumsgesellschaft, S. 23 ff.

³⁴⁷ Diese kapitallose Macht der Depotbanken läßt sich mit dem Problem der „rationalen Apathie“ der Kleinaktionäre erklären, ADAMS, ZIP 1996, 1590, 1598. Für den Kleinaktionär ist es nicht möglich oder jedenfalls nicht lohnenswert, das Stimmrecht auf der Hauptversammlung selbst auszuüben.

³⁴⁸ Zu Höchststimmrechten siehe noch eingehend *sub* § 4 A.III.2.a.cc.

³⁴⁹ Während Höchststimmrechte für die Aktionäre (direkt) gelten, beschränken sie nicht Depotbanken bei der Stimmabgabe aufgrund ihres Depotstimmrechts, ADAMS, ZIP 1996, 1590, 1598; vgl. auch WENGER, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 57, 60 der zu dem Schluß kommt, daß „die Ausübung des Depotstimmrechts durch die Banken von einem exzessiven Maß an Verantwortungslosigkeit...geprägt ist“.

³⁵⁰ ZIMMER, NJW 1998, 3521, 3526 m.w.N.

³⁵¹ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, vgl. allgemein hierzu etwa SEIBERT, WM 1997, 1 ff., LINGEMANN/WASMANN, BB 1998, 853 ff.; HOMMELHOFF/MATTHEUS, AG 1998, 249 ff.; speziell zu den Haftungsverhältnissen u.a. in der Aktiengesellschaft MESSMER/SALIGER, VersR 1999, 539 ff.

³⁵² In 1993 stellten in den 30 DAX-Unternehmen, auf die immerhin 53 % des Grundkapitals der Gesellschaften im Amtlichen Handel und im Freiverkehr entfallen, die Banken 73 Aufsichtsratsmitglieder, darunter in 13 Fällen den Vorsitzenden, ADAMS, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 9,25 % aller Aufsichtsräte der 30 DAX-Unternehmen stammen aus einer Bank, ADAMS, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 9; HOPT, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 42, 43 f. hält den Einfluß von Bankenvertretern im Aufsichtsrat für wünschenswert wegen ihres besonderen finanziellen Sachverständes und deren Zugriff auf umfangreiche back offices.

³⁵³ ADAMS, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 9.

b) Das deutsche Gesellschaftsrecht

Die Finanzierung einer feindlichen Übernahme unter Ausnutzung der besonderen Vorteile eines sogenannten Leveraged Buy Outs (LBO)³⁵⁴ ist weitgehend unmöglich.³⁵⁵ Hierfür sind die bestehenden strengen Kapitalerhaltungsvorschriften verantwortlich.³⁵⁶ Wegen des Verbots der Einlagenrückgewähr und den nur limitierten Möglichkeiten des Erwerbs eigener Aktien ist der Zugriff auf die Vermögenswerte der Zielgesellschaft zur Finanzierung der Transaktion stark erschwert.

Die aktienrechtliche Organverfassung sieht eine Zweiteilung des „Boards“ in Aufsichtsrat und Vorstand vor. Dies soll die Durchsetzung des Einflusses im Leitungsorgan erschweren.³⁵⁷ Die zweiteilige Organverfassung kann jedoch, selbst wenn sich sowohl der Vorstand als auch der Aufsichtsrat einhellig dem potentiellen Übernehmer widersetzen, lediglich eine Verzögerung der Neubesetzung in den Organen bewirken. Endgültig verhindert werden damit grundsätzlich nur Übernahmeveruche mit einem erheblichen Fremdfinanzierungsanteil.³⁵⁸ Andere Bieter, insbesondere große Industrieunternehmen bringen möglicherweise ein größeres Durchhaltevermögen mit. Des weiteren darf man nicht davon ausgehen, daß Vorstand und Aufsichtsrat – jedenfalls unisono – sich bis zum Ablauf einer etwaigen Annahmefrist, den Interessen eines möglicherweise bereits recht beachtlichen Großaktionärs völlig verschließen. Insbesondere Bankenvertreter im Aufsichtsrat können je nach Interessenlage der von ihnen vertretenen Bank in einen Interessenkonflikt geraten.³⁵⁹

Als weiterer Hemmfaktor feindlicher Übernahmen werden auch konzernrechtliche Determinanten angeführt. Wenn die Zielgesellschaft ein herrschendes Unternehmen ist oder der Übernehmer mit der bevorstehenden Übernahme zum herrschenden Unternehmen wird, so drohen – auch wenn kein Unternehmensvertrag abgeschlossen wird – unter anderem Nachteilsausgleichspflicht, Abhängigkeitsbericht, obligatorische Prüfung durch Abschlußprüfer und Aufsichtsrat und eine etwaige Haftung gemäß den §§ 317, 318 AktG.³⁶⁰

Nicht zuletzt wird der relativ stark ausgeprägte aktienrechtliche Schutz der Minderheitsaktionäre vor Hinausdrängung als Hemmnis angeführt.³⁶¹ Dem ist entgegenzuhalten, daß der „Hin-

³⁵⁴ Dabei wird der Erwerbspreis mit Hilfe eines Kredites finanziert. Der Kredit wird mit den „assets“ der Zielgesellschaft besichert; zum LBO siehe etwa PELTZER, DB 1987, 973, 976 ff.; zum Buy Out amerikanischer Art und der Zulässigkeit nach deutschem Recht LUTTER/WAHLERS, AG 1989, 1, 8 ff.; eine Übersicht über gesellschafts- und steuerrechtliche Kriterien des LBO findet sich bei OTTO, DB 1989, 1389 ff.

³⁵⁵ Vgl. auch HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 24.

³⁵⁶ Vgl. §§ 57 ff. AktG.

³⁵⁷ Vgl. auch NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 578.

³⁵⁸ Bereits OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 11, weist darauf hin, daß die institutionelle Trennung von Leitungs- und Kontrollfunktion nicht überbewertet werden darf. Diese stellt nur für besonders waghalsig finanzierte Übernahmeattacken ein ernstzunehmendes Hindernis dar, wie man sie in den USA zum Teil antrifft, nicht jedoch für solche durch finanzstarke Industriekonzerne.

³⁵⁹ Siehe OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 11, mit dem Hinweis, daß dies gerade dann gelten könne, wenn im Aufsichtsrat Vertreter von Depotbanken sitzen.

³⁶⁰ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 24.

³⁶¹ Damit bleibt die Aktiengesellschaft – auch bei wenigen Minderheitsaktionären – zur Abhaltung von Hauptversammlungen mit entsprechend großem formalem Aufwand (§ 121 ff. AktG) verpflichtet. Zudem muß

ausdrängungsschutz“ jedenfalls diejenigen Bieter, denen es nicht auf eine möglichst rasche „Versilberung“ der assets der Zielgesellschaft ankommt – insbesondere weil diese nicht etwa im Rahmen der Fremdfinanzierung der Übernahme beliebig sind –, nicht von einer Übernahme der Kontrollmehrheit einer Aktiengesellschaft abzuhalten vermag.³⁶² Im Zuge des „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ wurde auch eine Regelung für die Hinausdrängung von Minderheitsaktionären gegen Barabfindung (Squeeze Out) ins Aktiengesetz eingefügt.

c) Arbeitsrecht, insbesondere Mitbestimmungsrecht

Die deutsche Mitbestimmung gilt bei ausländischen Investoren als äußerst abschreckend.³⁶³ Für die Aktiengesellschaft sieht die Arbeitnehmermitbestimmung eine Beteiligung der Arbeitnehmerseite mit bis zu 50 % der Sitze im Aufsichtsrat vor.³⁶⁴ Die Mitbestimmung im Aufsichtsrat zwingt möglicherweise den Käufer zu Zugeständnissen gegenüber der Arbeitnehmerseite, wenn dieser eine Abberufung des (alten) Vorstands erreichen will.³⁶⁵

Ebenso hinderlich kann das Arbeitsrecht mit seinen Regelungen erscheinen, wenn Arbeitnehmer gekündigt werden sollen. Zum einen stehen dem möglicherweise die Regelungen des Kündigungsschutzes und der betrieblichen Mitbestimmungsrechte entgegen, zum anderen können die Rechtsfolgen erfolgreicher Kündigungen wie Sozialpläne etc. ganz erhebliche Kosten erzeugen und dadurch zusätzlich abschreckende Wirkung entfalten.³⁶⁶

d) Marktstrukturelle Übernahmehindernisse

Zur genaueren Betrachtung des Marktes in Deutschland sind die strukturellen Gegebenheiten zu beleuchten, die speziell das Auftreten feindlicher Übernahmeangebote bedingen. Für einen mit dem Vorstand der Zielgesellschaft nicht abgestimmten Kontrollaufbau eignet sich besonders das öffentliche Angebotsverfahren.³⁶⁷ Dabei stellt sich für die Übernahmesituation am deutschen Kapitalmarkt folgendes Bild dar:

Ohne Differenzierung nach feindlichen und freundlichen Übernahmen sind bis heute öffentliche Übernahmeangebote gegenüber den Aktionären deutscher Zielgesellschaften äußerst selten geblieben.³⁶⁸

der Minderheitenschutz berücksichtigt werden und seitens der Minderheitsaktionäre drohen Anfechtungsklagen.

³⁶² Ähnlich bereits OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 11.

³⁶³ Vgl. NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 578; vgl. WEISNER, S. 131.

³⁶⁴ Eingehend zum Einfluß des Aufsichtsrates auf die Unternehmenspolitik in Aktiengesellschaften, STEINMANN/GERUM, AG 1980, 1 ff.

³⁶⁵ Der Aufsichtsrat hat die Entscheidungskompetenz für die Wahl und Abberufung von Vorstandsmitgliedern (§ 31 MitbestG, § 84 AktG) sowie zum Abschluß und zur Kündigung deren Anstellungsverträge, STEINMANN/GERUM, AG 1980, 1, 3.

³⁶⁶ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 24.

³⁶⁷ Zu den Verfahren zum Aufbau einer Kontrollbeteiligung siehe oben C.

³⁶⁸ Unberücksichtigt bleiben können hier bisherige feindliche Übernahmen mit deutschen Bietern und ausländischen Zielgesellschaften. Solche Übernahmen orientieren sich weder an den Vorgaben deutschen Rechts,

Dagegen wurden andere Mittel des Kontrollaufbaus, insbesondere eine Vielzahl von Übernahmen von Blockanteilen, häufig eingesetzt. Der Grund liegt darin, daß das deutsche Finanzsystem ein relativ stark eigentümerkontrolliertes System ist, das überwiegend durch Aktiengesellschaften geprägt ist, die einen oder wenige Kontrollaktionär(e) haben.³⁶⁹ Als Aktionäre treten dabei vielfach juristische Personen in Form von Aktiengesellschaften auf, was zu starken Verflechtungen der großen deutschen Unternehmen, insbesondere bei den Banken und Versicherungen führt. Insgesamt zählt man in Deutschland relativ wenige Aktiengesellschaften. Davon wiederum sind nur wenige börsennotiert und nur ein ganz geringer Anteil davon sind Publikumsgesellschaften und weisen bei der Verteilung ihrer Anteile eine breite Streuung auf. Börsennotierte Aktiengesellschaften haben demnach auch eine relativ geringe ökonomische Bedeutung, was sich im niedrigen Verhältnis der Marktkapitalisierung zum Bruttoinlandsprodukt ausdrückt.³⁷⁰

Gleichzeitig wurde aber bislang in diesem Kontext angeführt, daß zudem ein beachtlicher Teil der deutschen Aktiengesellschaften aufgrund ihrer Größe kein geeignetes Ziel von Übernahmeversuchen sei; eine Übernahme müßte „die amerikanischen Rekorde übersteigen“.³⁷¹ Dieser Einwand ist aufgrund heutiger Erfahrungen mit „Mega-Übernahmen“ überholt: Ende der 80er Jahre wurden Übernahmen in den USA mit einem Transaktionsvolumen zwischen 10 und 13 Mrd. US-\$ als spektakulär herausgehoben³⁷², was nunmehr in keinem Verhältnis zu Übernahmen wie der von Mannesmann (181,4 Mrd. €), oder zuvor der von Orange durch Mannesmann (32,5 Mrd. US-\$) steht.³⁷³

Wenn in Deutschland Publikumsgesellschaften wenig verbreitet sind, können hierzulande auch weniger Übernahmen – sowohl freundliche als auch feindliche – im Zuge eines öffentlichen Übernahmeangebotes stattfinden. Weil dessen Erfolgsaussichten entscheidend durch die breite Streuung der Aktien der Zielgesellschaft determiniert sind, ließen sich für öffentliche

noch sind sie geprägt durch die Besonderheiten des deutschen Kapitalmarktes. Feindliche Übernahmen mit deutschen Bietern sind bereits häufiger vorgekommen, vgl. hierzu WEISNER, S. 3 m.w.N., mit den Beispielen der Übernahme der britischen Plessey durch die Siemens AG gemeinsam mit General Electric (GE), der US-Gesellschaften Technical Tape und Celanese Corp durch die Beiersdorf AG bzw. Hoechst AG sowie die Übernahme von Morgan Grenfell durch die Deutsche Bank als white knight im Zuge des feindlichen Übernahmeversuches durch die französische Bank Indosuez-Gruppe. Siehe hierzu bereits die Beispiele in der Einleitung (§ 1).

³⁶⁹ Siehe hierzu die empirische Studie von JENKINSON/LJUNQVIST, *Hostile Stakes*, S. 5 ff.

³⁷⁰ Siehe hierzu NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 579; ADAMS, ZIP 1996, 1590 spricht davon, daß das Finanzsystem der Bundesrepublik Deutschland nur ein Drittel der Größe des amerikanischen Börsenmarktes ausmacht. Zum Verhältnis des Bruttoinlands bzw. -sozialproduktes im Vergleich mit ausgewählten Industrieländern siehe DAI-Factbook, Blatt 05-3.

³⁷¹ Vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 182 unter Hinweis auf einen Umsatz der Siemens AG von über 50 Mrd. DM.

³⁷² SÜNNER, AG 1987, 276 mit Hinweis auf die Transaktion Chevron/Gulf Corporation mit einem Wert von „sage und schreibe 13,231 Mrd. US-\$“; ähnlich SCHIESSL, RIW 1988, 522 unter Anführung des Schadenersatzprozesses *Texaco Inc. v. Pennzoil, Co.* wegen der geplatzten Transaktion mit einem Streitwert i.H.v. knapp 11 Mrd. US-\$.

³⁷³ MUCHOW, M&A 2000, 2, 6.

Übernahmeangebote nur wenige potentielle Zielgesellschaften in Deutschland ausmachen.³⁷⁴ Vielmehr verständigen sich typischerweise die kontrollierenden Aktionäre der Bieter- und der Zielgesellschaft untereinander und binden in der Regel den Vorstand der Zielgesellschaft mit ein. Anschließend werden die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft lediglich informiert und gegebenenfalls abgefunden.³⁷⁵ Bei vielen Kontrolltransaktionen in Deutschland löst ein Großaktionär den anderen ab. Freilich können grundsätzlich auch solche Transaktionen ohne Einvernehmen mit dem Vorstand der Zielgesellschaft geschehen.³⁷⁶

Der problematische Punkt bei Übernahmen am deutschen Kapitalmarkt liegt nicht so sehr in möglichen Interessenkonflikten mit dem Vorstand der Zielgesellschaft sondern mehr im Interessenkonflikt zwischen alten und neuen, zwischen kontrollierenden und nicht kontrollierenden Eigentümern.³⁷⁷ Daher überrascht es nicht, daß in Deutschland nur wenige feindliche Übernahmeversuche stattfanden. Schließlich schöpfen feindliche Übernahmen ihre Faszination – definitionsgemäß – aus dem heftigen Widerstand der Verwaltung der Zielgesellschaft. Die vielfältigen Verteidigungsmaßnahmen, die etwa der Vorstand einer Zielgesellschaft implementiert, um die Kontrollübernahme durch einen unerwünschten Übernehmer zu verhindern, scheiden bei einer feindlichen Blockübernahme regelmäßig von vornherein aus. Sind entsprechende Übernahmehindernisse bereits vor einer Blockbildung in der Satzung verankert, so scheitert der Fortbestand der übernahmefeindlichen Satzungsbestimmung an deren Reversibilität. Ein aber vorhandener und veräußerungswilliger Großaktionär wird die Implementierung von Maßnahmen, die eine Veräußerung seines kontrollierenden Paketes von der Zustimmung der Verwaltung abhängig machen oder generell erschweren, nicht fördern. Alles andere wäre ein Handeln gegen seine eigenen ökonomischen Interessen, ist doch die freie Handelbarkeit seines (kontrollierenden) Aktienpaketes und eine möglichst ungehinderte Kontrollausübung ein wertbildender Faktor, insbesondere für die Frage eines oft bedeutenden Paketzuschlages. Anders gewendet: Ein feindlicher Übernahmeversuch eines Mehrheitsanteiles oder wesentlicher Blockanteile wird – entgegen *Jenkinson/Ljunqvist*³⁷⁸ – nicht lange „feindlich“ bleiben. Schließlich muß der Vorstand der Zielgesellschaft in jedem Falle unter der Kontrolle eines dominierenden Mehrheitsaktionärs arbeiten, im „besten Falle“ unter der

³⁷⁴ Die Angaben hierzu variieren, vgl. nur ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 12: ca. 20-30 Unternehmen. Nach HAUSCHKA/ROTH, 181, 182 waren 1988 nur rund ein Zehntel von den an deutschen Börsen notierten Aktien mehrheitlich in Streubesitz.

³⁷⁵ RUDOLPH, Bernd, unveröffentlichtes Skriptum (Ludwig-Maximilians-Universität München): Wechsel der Unternehmenskontrolle und Going Private, München 1998, S. 31.

³⁷⁶ Das Vorhandensein größerer Pakete kann in Einzelfällen geradezu ein Anreiz für einen Übernahmeversuch sein. Bei der WMF AG hat durch die Quist KG im Jahre 1971 und bei der Harpener AG durch die schweizerische Inspectorate AG im Jahre 1987/88 jeweils ein feindlicher Paketerwerb stattgefunden, NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 577.

³⁷⁷ RUDOLPH, Bernd, unveröffentlichtes Skriptum (Ludwig-Maximilians-Universität München): Wechsel der Unternehmenskontrolle und Going Private, München 1998, S. 31.

³⁷⁸ JENKINSON/LJUNQVIST, *Hostile Stakes, Non-Technical Summery*, S. 10 ff., S. 13 ff., sowie S. 16 f., die offenbar einen weiteren Begriff der „Feindlichkeit“ bei einem Übernahmeversuch zugrunde legen. Sie legen im Rahmen eines feindlichen Übernahmeversuchs von kontrollierendem Blockbesitz beim Vorstand der Zielgesellschaft offenbar die gleiche Abwehrbereitschaft und -möglichkeit zugrunde, wie im Rahmen eines feindlichen öffentlichen Übernahmeangebots, das vor allem an die breit gestreuten Aktionäre adressiert ist.

Kontrolle des alten Kontrollaktionärs, gegen dessen Veräußerungsabsicht er sich in einer Übernahmeschlacht wenden müßte.

Die typische feindliche Übernahme hat daher eine Publikumsgesellschaft zum Ziel. Diese Zielgesellschaft verliert im Zuge einer feindlichen Übernahme ihren Charakter als Publikumsgesellschaft. Die weitgehend breite Aktienstreuung geht verloren und die Gesellschaft fällt in die „Abhängigkeit“ eines kontrollierenden Aktionärs. Feindliche Übernahmen führen daher zu einer (vorübergehenden) Blockbildung bei den Zielgesellschaften, soweit diese nicht ohnehin ganz in der übernehmenden Gesellschaft aufgeht.

Die Anzahl und Entwicklung börsennotierter Aktiengesellschaften, insbesondere von Publikumsgesellschaften wird sogleich *sub II.* eingehend erörtert.

e) Gesellschaftlich breite Ablehnung in Deutschland

In der breiten Bevölkerung konnte man bislang mit Unterstützung der Presse auf eine ablehnende Haltung vertrauen. Die feindliche Übernahme wurde geradezu stigmatisiert. Demgemäß hat sich auch die bundesdeutsche Politik gegen feindliche Übernahmen immer wieder stark gemacht. Beispielsfälle sind der Übernahmever such Thyssen/Krupp im März 1997 sowie Vodafone/Mannesmann in 1999/2000. Besonders in letzterem Falle hat sich die Bundesregierung genötigt gesehen, steuernd in den Übernahmekampf einzugreifen. Schließlich wurde sie nach Einsetzung einer Expertenkommission gesetzgeberisch aktiv.³⁷⁹

Im Falle Thyssen/Krupp scheiterte der Übernahmever such noch vor Abgabe des voll vorbereiteten Übernahmeangebots am massiven Widerstand der Gewerkschaften und der Einflußnahme von Politikern.³⁸⁰

II. Das Marktvolumen: Vorhandene Publikumsgesellschaften in Deutschland

1. Entwicklung in jüngerer Vergangenheit und status quo

a) Aktiengesellschaften und Börsennotierungen

Noch zu Beginn des Jahres 1990 gab es in Deutschland bei etwa 375.000 GmbHs lediglich 2508 Aktiengesellschaften³⁸¹, wovon insgesamt nur 535 Gesellschaften an der Börse notiert

³⁷⁹ Diese Initiative hat schließlich seinen Niederschlag in einem Entwurf für ein Übernahmegesetz gefunden.

³⁸⁰ Dies war ausländischen Beobachtern gänzlich unverständlich und ließ insbesondere in der englischen Finanzpresse die Rede von der „German disease“ aufkommen. HOPT, ZHR 1997, 368, 369 f. m.w.N. aus der Presseberichterstattung.

waren.³⁸² Im Vergleich zu dem vorhergehenden Fünfjahreszeitraum wurde dies bereits als ein beachtlicher Fortschritt begriffen.³⁸³ Der Trend zur Aktiengesellschaft hatte sich immer mehr beschleunigt: Der Sprung von 4.000 auf 5.000 Aktiengesellschaften dauerte noch 21 Monate, während die 6.000er Schwelle bereits nach weiteren 8 Monaten und schließlich die 7.000er Marke schon nach weiteren 6 Monaten übersprungen wurde.³⁸⁴

In Deutschland war im Jahre 1999 damit erstmals in der Nachkriegszeit die Zahl der Aktiengesellschaften auf über 7.000 gestiegen,³⁸⁵ von denen aber lediglich circa 900 an den Börsen notiert waren.³⁸⁶ Zum Ende des Jahres 2001 wurde mit bereits ca. 13.600 inländischen Aktiengesellschaften erstmalig der bisherige Höchststand aus dem Jahre 1925 übertroffen; davon waren aber nur knapp 8 % (ca. 1.080) börsennotiert.³⁸⁷ Den verhältnismäßig wenigen Aktiengesellschaften stehen circa 500.000 – kapitalmarktuntaugliche³⁸⁸ – Gesellschaften mit beschränkter Haftung gegenüber.³⁸⁹

Im Vergleich zu der Situation in anderen Ländern liegt die Bundesrepublik weit zurück.³⁹⁰ Die USA liegen mit mehr als 7500 börsennotierten Unternehmen und Großbritannien mit mehr als 2500 börslich gehandelten Aktienwerten³⁹¹ weit vorn. Sowohl in der Schweiz als auch in Großbritannien inkorporieren sich bereits „kleinste“ Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft. In Frankreich zählt man rund 150.000 Aktiengesellschaften³⁹², in Belgien kommt man auf über 80.000 Aktiengesellschaften.³⁹³ Die Vergleichszahlen unterstreichen den Befund eines in Deutschland insofern unterentwickelten Kapitalmarktes.

Um eine breite Streuung der Aktien zu ermöglichen ist eine Börsennotierung unerlässlich. Für viele Unternehmen hat sich die Börse jedoch auch in Deutschland mittlerweile zu einem

³⁸¹ Einschließlich 30 Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA).

³⁸² HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 23 m.w.N.; vgl. DAI-Factbook, Blatt 02-2-2 sowie Blatt 01-2.

³⁸³ Siehe nur HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 23, der hervorhebt, daß im Jahre 1990 ganze 26 Unternehmen neu an die Börse gegangen sind (dort m.w.N.); als Begründung führt HOPT legislative Erleichterungen und die Einführung abgestufter Anforderungsprofile für den Zugang zu den verschiedenen börslichen Marktsegmenten an.

³⁸⁴ <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/presse/medien/ag.htm>.

³⁸⁵ <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/presse/medien/ag.htm>; zur Entwicklung der Aktie in Deutschland im Spiegel des Jahrhunderts, von ROSEN,

<http://www.dai.de/veroeffentlichungen/presse/aktienentwicklung.htm>; zur Entwicklung der Zahl an Aktiengesellschaften und KGaA seit 1886 in Deutschland siehe DAI-Factbook, Blatt 22.01-1.

³⁸⁶ FAZ v. 8.12.1999, S. 31.

³⁸⁷ Siehe <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/presse/medien/ag.htm> sowie DAI-Factbook, Blatt 22.01-1.

³⁸⁸ Die fehlende Kapitalmarkttauglichkeit resultiert aus den erschwerten gesetzlichen Übertragungsvoraussetzungen der Gesellschaftsanteile: Gemäß § 15 III und IV GmbHG erfordert die Wirksamkeit sowohl des schuldrechtlichen als auch dinglichen Geschäftes zur Übertragung der Geschäftsanteile eine notarielle Form. Zu den Reformbemühungen diesbezüglich siehe HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 23 (FN 16 m.w.N.).

³⁸⁹ Zahlenmaterial nach PICOT/LAND, Handelsblatt v. 23./24.07.1999, S. K 3 f.

³⁹⁰ Vgl. FAZ v. 8.12.1999, S. 31; zum Zahlenmaterial vgl. auch DAI-Factbook, Blatt 02-2-1.

³⁹¹ An der London Stock Exchange (LSE) sind um die 2500 Aktiengesellschaften notiert (etwa 2000 full listed/amtlich notiert und 500 im unlisted securities market sowie allen anderen Marktsegmenten).

³⁹² Davon sind allerdings nur etwa 1000 börslich notiert.

³⁹³ Davon haben etwa 160 eine Zulassung an der Brüsseler Wertpapierbörse; zu den Zahlen siehe DAI-Factbook, Blatt 01-2 und Blatt 02-2-1.

geeigneten Mittel zur Verbesserung der Eigenkapitalausstattung entwickelt.³⁹⁴ Besonderer Katalysator für diese Entwicklung war der Start des Neuen Marktes³⁹⁵ an der Frankfurter Wertpapierbörse mit seinen erheblich erleichterten Zulassungsvorschriften für junge Unternehmen.³⁹⁶ Beginnend mit der Notierungsaufnahme der Firma MobilCom im März 1997 hatte die Anzahl der gelisteten Unternehmen die Marke von 200 bereits nach 2 Jahren überschritten.³⁹⁷ Allein im Jahre 1999 wählten 114 Neuemittenten den Weg an den Neuen Markt.³⁹⁸ Im Jahre 1999 – zu Spitzenzeiten des Börsenhochs – sind insgesamt in Deutschland mit 175 Neuemissionen so viele Unternehmen wie noch nie in den vergangenen Jahrzehnten an die Börse gegangen. Im Vergleich zur ersten Hälfte der neunziger Jahre hatte sich die Neuemissionsstätigkeit in Deutschland vervielfacht.³⁹⁹ Gleichzeitig ist in 1999 mit etwa 13 Milliarden € Emissionsvolumen der Höchststand von 1996 (dem Jahr des Börsenganges der Deutschen Telekom) übertroffen worden.⁴⁰⁰

b) Publikumsgesellschaften

Wieviele von den börsennotierten Gesellschaften wiederum echte Publikumsgesellschaften mit einer breiten Streuung des Anteilsbesitzes sind, ist nicht exakt ermittelbar.⁴⁰¹ Als Quellen können neben den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der §§ 21 ff. WpHG⁴⁰², Pressemeldungen, Geschäftsberichte und Aktionärerhebungen der Unternehmen dienen.⁴⁰³

³⁹⁴ Vgl. hierzu auch die Einschätzung des Präsidenten der Europäischen Zentralbank Wim Duisenberg: „...viele Unternehmen werden sich [künftig] nicht mehr nur an die Kreditinstitute wenden, wenn sie Geld brauchen. Statt dessen werden sie direkt an den Kapitalmarkt gehen.“, FAZ v. 21.12.1999, S. 33.

³⁹⁵ Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die stark erleichterten Zugangsvoraussetzungen insbesondere für junge Unternehmen.

³⁹⁶ Auch für kleine Werte wurde im April 1999 ein eigenes Marktsegment geschaffen. Bereits in den ersten acht Monaten seit Schaffung des Marktsegmentes „Smax“ wurden dort immerhin 12 Neuemissionen verzeichnet, Vgl. FAZ v. 8.12.1999, S.31.

³⁹⁷ COOK, FAZ v. 6.3.2000, Sonderbeilage „Börsensegment Neuer Markt“, S. B 1.

³⁹⁸ Von ROSEN, www.dai.de/dai_statistiken (Artikel: „Neuemittenten haben Börsengang nicht bereut“), S.1.

³⁹⁹ Im Durchschnitt der Jahre 1983 bis 1996 wurden lediglich 16 Börsengänge gezählt. Im Jahre 1998 waren es immerhin schon 71; von ROSEN, www.dai.de/dai_statistiken (Artikel: „Neuemittenten haben Börsengang nicht bereut“), S.1.

⁴⁰⁰ FAZ v. 8.12.1999, S. 31.

⁴⁰¹ Der Handel in Aktien funktioniert grundsätzlich anonym. Möglichkeiten zur Erfassung bestehen im Rahmen von Neuemissionen. Die Vorschriften über die Meldung von Schwellenberührungen beim Beteiligungsbesitz gemäß dem WpHG bestehen nur für Aktiengesellschaften, die im amtlichen Handel notiert sind und dies erst seit 1995.

⁴⁰² Siehe hierzu die Stimmrechtsdatenbank des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (seit 1.5.2002 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), abrufbar unter http://www.bawe.de/ant_ertl.htm. Erfasst sind entsprechend § 21 II WpHG nur im amtlichen Handel börsennotierte Aktiengesellschaften. Die Daten werden anhand der von den Gesellschaften übersandten Veröffentlichungsbelege zweimal im Monat aktualisiert. Allerdings werden entsprechend der Meldepflichten Bewegungen zwischen den Schwellenwerten von 5 %, 10 %, 25 %, 50 % und 75 % nicht erfasst. Dadurch ergeben sich erhebliche Ungenauigkeiten.

⁴⁰³ Siehe hierzu eine Aufstellung von 99 der bedeutendsten deutschen Aktiengesellschaften im Jahr 2000 mit Abbildung von Festbesitz, institutionellen Anlegern, Privatanlegern, Auslandsbesitz und Streubesitz, DAI-Factbook, Blatt 08.5-1.; vgl. hierzu auch Schätzungen der DEUTSCHEN BANK, wonach 67,2 % der gesamten Marktkapitalisierung in Deutschland sich im Streubesitz befinden (Allerdings läßt diese Zahl keine direkten Schlüsse auf die Anzahl der Publikumsgesellschaften zu, sondern hat lediglich tendenziellen Erkenntniswert).

Hopt spricht im Jahr 1990 von etwa 100 Aktiengesellschaften, was damals einem Anteil von 20 % entsprach⁴⁰⁴, die man als echte Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Anteilsbesitz bezeichnen kann.⁴⁰⁵ Eine Studie von *Jenkinson/Ljungqvist* (1997)⁴⁰⁶ hat die Beteiligungen an allen deutschen börsennotierten Gesellschaften im Jahr 1991 untersucht. Danach befanden sich über 70 % aller Gesellschaften unter Kontrolle eines Aktionärs oder Aktionärspools mit mindestens 50 % Stimmenanteil, über 40 % gar mit einem Stimmenanteil von mindestens 75 %. Weitere 15 % waren von immerhin einem Beteiligungsblock in Form einer Sperrminorität (mehr als 25 % des Stimmenanteils) kontrolliert und weitere 10 % der Gesellschaften befanden sich in Blockbesitz unterhalb der 25 %-Schwelle. Ganze 3,2 % der Gesellschaften verblieben, die sich ausschließlich in Streubesitz – d.h. ohne jegliche *offengelegte* Beteiligung – befanden.⁴⁰⁷ Demnach waren für das Jahr 1991 etwa ein Viertel aller börsennotierten deutschen Gesellschaften mit mehr als 50 % des Beteiligungsbesitzes in Streubesitz und knapp ein Zehntel zu über 75 % des Beteiligungsbesitzes in Streubesitz, d.h. ohne vorhandenen Sperrbesitz.

Im Jahr 2000 sind von den 100 bedeutendsten⁴⁰⁸ börsennotierten Aktiengesellschaften ein Viertel zu über 50 % der Anteile und knapp die Hälfte zu über 30 % der Anteile in Streubesitz. Legt man die *durchschnittliche* Hauptversammlungspräsenz von 60 % zugrunde, so sind etwa ein Drittel bis die Hälfte der bedeutenden deutschen Aktiengesellschaften von ihrer Anteilseignerstruktur her geeignete Zielgesellschaften (feindlicher) öffentlicher Übernahmeangebote.⁴⁰⁹

2. Zukünftige Entwicklung

Für die Zukunft ist mit einer deutlichen Zunahme der Anzahl börsennotierter Aktiengesellschaften zu rechnen. Unter den börsennotierten Aktiengesellschaften wiederum wird es zu einer deutlichen Zunahme an sog. Publikumsgesellschaften kommen.

a) Aktiengesellschaften und Börsennotierungen

Die Hoffnung der Unternehmenseigner bzw. deren Management auf die Kursphantasie der Kapitalanleger ist ein großer Anreiz für eine Börsennotierung. Besonders die High-Tech-Unternehmen konnten in den letzten Jahren diesbezüglich mit gutem Grund hoffen. Inspiriert durch den Boom, den die High-Tech-Branchen erfuhren, fanden die Aktien solcher Unter-

⁴⁰⁴ Auf der Grundlage von insgesamt über 500 börsennotierten Aktiengesellschaften.

⁴⁰⁵ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 23 m.w.N.

⁴⁰⁶ JENKINSON/LJUNGQVIST, *Hostile Stakes*, siehe insbesondere im Anhang Table 1 (Ownership of German stock-exchange listed companies, 1991) und Table 2 (Defensive share structures of German stock-exchange listed companies, 1991).

⁴⁰⁷ Für 2,7 % der Gesellschaften waren keine Informationen über den Beteiligungsbesitz verfügbar.

⁴⁰⁸ Die Auswahl erfolgte nach verschiedenen Kriterien wie Börsenumsatz, Marktkapitalisierung, Unternehmensumsatz, Alter des Unternehmens etc., siehe hierzu DAI-Factbook, Blatt 08.5-1.

nehmen schon bei der Neuemission einen reißenden Absatz und trieben den Kurs schon bald nach der Notierung in zum Teil abenteuerliche Höhen. Extreme Beispiele sind auch hier bei US-amerikanischen Unternehmen zu finden, insbesondere bei den Internetunternehmen Amazon, Yahoo, American Online (AOL) und bei dem Onlineauktionshaus E-Bay.⁴¹⁰

Die durch die übertriebene „Internet-Euphorie“ entstandene „Technologie-Blase“ ist mittlerweile geplatzt. Dennoch können Unternehmensinhaber grundsätzlich durch die Plazierung ihres Unternehmens an der Börse weiterhin auf – wenn auch bescheidenere – (Buch-)Gewinne hoffen. Die Berührungsängste mit der Rechtsform Aktiengesellschaft und einem Börsengang scheinen auch für junge Unternehmen überwunden zu sein. Die Vorteile haben sich in den Köpfen der Unternehmer und deren Berater breit gemacht. Neben der Kapitalbeschaffung für das Unternehmen erfahren die Unternehmer – neben einem „persönlichen“, pekuniären Gewinn – einen ökonomischen Vorteil für das von ihnen gehaltene Unternehmen, indem sich dessen Bekanntheitsgrad im Zuge eines Börsenganges und auch noch im Nachgang dazu deutlich erhöht.⁴¹¹

Ein weiterer langfristiger Anreiz für künftige Börsengänge liegt in der Erkenntnis, daß im Übergang von einer Güterwirtschaft zur Wissensgesellschaft eine problematische Ungleichverteilung von Ideen und Finanzmitteln nach der Betriebsgröße herrscht: Großunternehmen haben meist finanzielle Mittel, jedoch ein Defizit an Innovationen. Besonders innovative Firmenneugründungen mit sehr hohen Ertragschancen bei gleichzeitig hohem Verlustrisiko sind zu Beginn häufig auf Finanzierungen mittels Venture Capital Investitionen (Wagniskapital) angewiesen. Der Markt für Venture Capital ist in Europa und insbesondere in der Bundesrepublik noch wenig entwickelt. Wenn auch der Venture Capital Markt mit dem (konsolidierenden) Markteinbruch an den Börsen und den zurückgehenden Neuemissionen ins Stocken geraten ist, so ist auch hier ein langfristiger Trend nach oben erkennbar.⁴¹²

Venture Capital Investitionen sind regelmäßig nicht primär auf die laufende Gewinnerzielung, sondern mehr auf die bei Veräußerung realisierbaren Wertsteigerungen ausgerichtet.⁴¹³ Besonders in der Bundesrepublik Deutschland, wo im Gegensatz zu den USA Versicherungsunternehmen⁴¹⁴ nach den Anlagevorschriften des Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) die Mittelanlage in Anteilen von Wagnisfonds untersagt ist, ist die Refinanzierung der eingesetzten Mittel über die Börse ein willkommener und geeigneter Weg.⁴¹⁵ Ein geplanter späterer Börsengang gehört daher bei etlichen innovativen Unternehmensneugründungen bereits von

⁴⁰⁹ Das Zahlenmaterial basiert auf eigenen Berechnungen und Erhebungen des Deutschen Aktieninstituts, vgl. DAI-Factbook, Blatt 08.5-1.

⁴¹⁰ Der 31-jährige Start-up-Unternehmer Pierre Omidyar benötigte lediglich 1 Jahr, um den Börsenwert der Firma E-Bay um etwa 1000 Prozent (!) auf 12 Milliarden Dollar zu steigern, PICOT/LAND, Handelsblatt v. 23./24.07.1999, S. K 3 f.

⁴¹¹ Hierzu tragen nicht nur etwaige Verkaufsprospekte und Werbemittel vor und während der Zeichnungsfrist bei, sondern vor allem Presseberichte in Fach- und Anlegerpublikationen während und nach dem eigentlichen Börsengang, vgl. PICOT/LAND, Handelsblatt v. 23./24.07.1999, S. K 3 f.

⁴¹² Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) bezifferte Anfang 2000 die (meist noch jungen) deutschen Beteiligungsgesellschaften auf über 200, FAZ v. 7.5.2000, S. 30.

⁴¹³ PICOT/LAND, Handelsblatt v. 23./24.07.1999, S. K 3 f.

⁴¹⁴ Versicherungsunternehmen kommen wegen ihrer hohen Liquidität vorrangig als Kapitalgeber in Betracht.

⁴¹⁵ GABLER, Wirtschaftslexikon, S. 3995 f.

Anfang an zum Unternehmenskonzept. Britische und amerikanische Wagnisfonds sind längst auf den deutschen Gründermarkt aufmerksam geworden.⁴¹⁶ Jedoch auch von Seiten der deutschen Großunternehmen⁴¹⁷ geht – zum Zwecke des strategisch geplanten Einsatzes von Wagniskapital – langsam eine verstärkte Initiative zur Einrichtung eigener Wagnisfonds aus.⁴¹⁸

Weitere Motive für einen Börsengang sind eine mögliche Ausgliederung und Verselbständigung von Unternehmensteilen (Spin-off), zum Zwecke der Wertsteigerung oder der Konzentration auf Kernbereiche des Unternehmens und zur Finanzierung neuer Investitionen. Im Anschluß an eine vorangegangene Unternehmensakquisition kann ein Börsengang mit einem ausgegliederten Unternehmensteil zugleich der Finanzierung der vorangegangenen Transaktion dienen.⁴¹⁹

b) Publikumsgesellschaften

Schließlich läßt sich insbesondere für die Entwicklung hin zur Publikumsgesellschaft ein Aufwärtstrend verzeichnen. Die Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne von Beteiligungsbesitz von Kapitalgesellschaften führt nicht nur zu einer „Veräußerungswelle“, sondern läßt diese Beteiligungen in den „Free Float“ fließen. Die Gesellschaften werden nach Erholung der Kapitalmärkte die Gelegenheit nutzen, die gegenseitigen Beteiligungen rückgängig zu machen, die im Rahmen der Diversifikationswelle in den 80er und 90er Jahren entstanden sind. Der Shareholder Value-Gedanke und die damit verbundene Pflege des Aktienkurses durch Veräußerung nicht renditeorientierter (branchenfremder) Beteiligungen einerseits und die Umstellungen der Index-Regelungen andererseits werden die Gesellschaften zur Streubesitz-Orientierung zwingen. Alle wesentlichen Aktienindizes haben nunmehr bis Mitte 2002 auf „Free-Float“-adjustierte Indexierung umgestellt.⁴²⁰ Durch die Regeländerungen entstand ein starker Anreiz für Gesellschaften mit geringem Streubesitzanteil, diesen zu erhöhen. Andernfalls wären die Aktienwerte dieser Gesellschaften aus den Portfolios von denjenigen Fonds und institutionellen Anlegern herausgefallen, die sich verpflichtet haben, anteilig diese Indi-

⁴¹⁶ FAZ v. 8.5.2000, S. 30.

⁴¹⁷ In den USA stammt bereits ein Viertel der in Neugründungen investierten Finanzmittel aus der Großindustrie. Beispiele sind die General Electric Tochter GE Capital Services und das Corporate-Venture-Programm von Intel, durch das bis Ende 1998 rund eine Milliarde Dollar in rund 300 Minderheitsbeteiligungen rund um die Welt investiert wurde, FAZ v. 8.5.2000, S. 30.

⁴¹⁸ Die starken Einbrüche an den Börsen haben freilich auch im Bereich Venture Capital die Entwicklungen vorübergehend ins Stocken gebracht. Zu den – noch – wenigen Firmen gehören laut Mc Kinsey Deutschland BASF, Infineon, SAP und die Telekom, FAZ v. 8.5.2000, S.30. Zum Wachstum des Venture Capital-Marktes tragen nicht zuletzt entsprechende Förderprogramme der EU-Kommission für Existenzgründer zur Verbesserung des Zugangs zu Wagniskapital bei. Beispiele sind die Programme der EU-Kommission „I-Tec“ (Innovation and Technology Equity Capital) und „Life“ (Linking Innovation, Finance and Technology), vgl. FAZ v. 30.11.1999 mit näheren Angaben und Nachweisen.

⁴¹⁹ Seit dem Jahre 1990 stammen ca. 17 % der jährlichen Emissionsvolumina aus der Veräußerung von Tochtergesellschaften, PICOT/LAND, Handelsblatt v. 23./24.07.1999, S. K 3 f.

⁴²⁰ Die Deutsche Börse hatte ihre Indizes Dax/MDax/Nemax im Juni 2002 umgestellt, MSCI in zwei Schritten im November 2001 und Mai 2002. FTSE hatte im Juni 2001 und STOXX bereits im September 2000 umgestellt. – Die Deutsche Börse will dabei in Anlehnung an die Meldepflicht bei 5 %-igem Beteiligungsbesitz Aktienpakete von mehr als 5 % kumuliert als Festbesitz berücksichtigen, ebenso MSCI und STOXX, o.V., FAZ v. 21.05.01, S. 33.

zes abzubilden.⁴²¹ Gleichzeitig wird dadurch die Möglichkeit zur Emission von Aktien erleichtert, weil diese den Anteil des Streubesitzes und damit automatisch – aus den soeben genannten Gründen – wiederum die Nachfrage (vor allem seitens Fondsgesellschaften und sonstiger institutioneller Anleger) erhöhen.

III. Die potentiellen Adressaten feindlicher Übernahmeangebote – oder: Wer hält die Stammaktien deutscher Aktiengesellschaften?

Mit der Anzahl der vorhandenen Aktiengesellschaften, die ihre (stimmberechtigten) Aktien einem breiten Publikum zur Verfügung stellen, ist das Marktvolumen für Unternehmenskontrolle eingegrenzt.⁴²²

Die Wahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmeangebote hängt entscheidend von deren Erfolgsaussichten, mithin von der prognostizierten Verkaufsbereitschaft der Zielgesellschaftsaktionäre ab. Auf Seiten der Aktionäre lassen sich verschiedene Anlegergruppen zusammenfassen, die jeweils nach unterschiedlichen Kriterien ihre Verkaufsentscheidungen treffen. So wie sich die Anlegergruppen ihrem Wesen nach unterscheiden, so reagieren diese auch unterschiedlich auf ein Kaufangebot ihrer Anteile. Dies gilt um so mehr, wenn der Bieter damit eine mit der Verwaltung der Zielgesellschaft nicht abgestimmte Kontrollübernahme bezweckt.

Daher ist ein Blick auf die Verteilung der von den Aktiengesellschaften ausgegebenen Aktien unter den verschiedenen Anlegergruppen von Interesse. Im Rahmen der Analyse des Marktvolumens war festzuhalten, inwieweit deutsche Aktiengesellschaften ihre stimmberechtigten Anteile überhaupt einem breiten Publikum zur Investition anbieten. Nunmehr gilt es, die verschiedenen Gruppierungen auf Anlegerseite zu betrachten und insbesondere zu untersuchen, ob die ausgegebenen Publikumsaktien nach der Emission tatsächlich vom Publikum erworben und gehalten werden.

Die Aktionärsstruktur in Deutschland setzte sich Mitte 2000 ungefähr wie folgt zusammen:⁴²³

30 % der Aktien werden von Unternehmen gehalten, 18 % halten die privaten Haushalte und Organisationen ohne Erwerbszweck, 16 % hält die übrige Welt, 13 % halten Investmentfonds, 13 % Banken und Sparkassen, 9,0 % Versicherungen und 1,0 % der Staat.⁴²⁴

⁴²¹ Analysten erwarten infolge der Regeländerungen Umschichtungen in Höhe von mehreren 100 Mrd. US-Dollar, o.V., FAZ v. 21.05.01, S. 33; FUSTER/MAISCH, Handelsblatt v. 7.5.01, S. 25.

⁴²² Siehe soeben oben *sub § 2 D I*.

⁴²³ Eine Aufstellung der Beteiligungsstruktur der 100 bedeutendsten deutschen Aktiengesellschaften im einzelnen findet sich im DAI-Factbook, Blatt 08.5-1.

⁴²⁴ DAI-Kurzstudie 3/2000, (Quelle: Deutsche Bundesbank, Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/kurzstudie32000.htm>).

1. Institutionelle Anleger

a) Die Fondsgesellschaften als Kapitalsammelstellen

Noch erheblich stärker als der direkte Aktienbesitz hat in den letzten Jahren der indirekte Besitz über Anteile an Aktienfonds und gemischten Fonds zugenommen. Von 1997 bis 1999 stieg die Zahl der Aktienfondssparer in Deutschland von 2,3 auf 4,7 Millionen, was einer Steigerung um über 100 % entspricht. Die stärkste Steigerung trat bei den reinen Fondsparem⁴²⁵ ein. Deren Zahl stieg im Vergleichszeitraum um fast 150 %.⁴²⁶ Den größten Anteil an dem von der Investmentbranche verwalteten Vermögen haben die *Aktienfonds* mit einem Marktanteil von derzeit 45 % und einem Mittelaufkommen in 1999 von etwa 65 Milliarden DM.⁴²⁷ Weiteres Entwicklungspotential läßt sich aus der Tatsache ableiten, daß in Deutschland das internationale Niveau längst noch nicht erreicht ist.⁴²⁸

Mit Fondsgesellschaften läßt sich ein großer Gesellschafter ansprechen, der eine Vielzahl an Aktien bei sich versammelt. Im Zuge eines Übernahmekampfes sind sie daher ein äußerst wichtiger Ansprechpartner für den Bieter und den Vorstand der Zielgesellschaft mit deren jeweiligen Image- und Werbemaßnahmen. Als Adressaten eines (feindlichen) Übernahmeangebotes werden sich Fondsgesellschaften auftragsgemäß an der relativen, rein wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit einer Annahme oder Ablehnung des Angebotes orientieren. Erwägungen, die auf eine etwaige Stimmrechtsmacht und damit verbundene Unternehmenspolitik abzielen, spielen dabei regelmäßig keine Rolle.

b) Banken und Versicherungen sowie Industriegesellschaften

Es besteht gegenwärtig (noch) eine starke Verflechtung deutscher Banken und Versicherungen untereinander und mit Industriegesellschaften. Im Ergebnis haben die privaten deutschen Großbanken im Zusammenspiel von Depotstimmrechten, Eigenbesitz und bankeigenen Kapitalanlagegesellschaften weitgehende Kontrollmöglichkeiten über die im Streubesitz befindlichen deutschen Großunternehmen.⁴²⁹

⁴²⁵ Damit sind Anleger erfaßt, die neben ihrer Anlage in einem Aktienfonds nicht noch ein Investment in Aktien direkt unterhalten.

⁴²⁶ So das Ergebnis einer Infratest Burke-Umfrage im Auftrag des Deutschen Aktieninstitut; vgl. LEVEN, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie12000.pdf>. Das in den letzten Jahren so stark gestiegene Interesse an der Anlageform Aktie wirkt sich demnach ganz besonders bei den *Aktienfonds* aus. Das von der gesamten Investmentbranche verwaltete Vermögen ist binnen eines Jahres um etwa 30 % auf 1,7 Billionen DM angestiegen, vgl. LEVEN a.a.O. Dabei ist zu berücksichtigen, daß bei solchen Wertzuwächsen insbesondere bei Aktienfonds auch die Kursgewinne entscheidend mitgewirkt haben, vgl. FAZ v. 12.05.2000, S. 25.

⁴²⁷ Dieser Zufluß war größer als das von der Branche im Jahre 1996 insgesamt verwaltete Aktienfondsvermögen, FAZ v. 12.5.2000, S. 25. Vgl. auch den Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Juni 2000, wonach die nachhaltige Bevorzugung der Aktie zu einer deutlichen Umschichtung des privaten Fondsvermögens geführt habe, das nunmehr fast zur Hälfte aus Aktienfonds besteht, FAZ v. 21.06.2000, S. 17.

⁴²⁸ Vgl. FAZ v. 12.5.2000, S. 25.

⁴²⁹ ADAMS, ZIP 1996, 1590.

Die Tendenz geht jedoch zur Auflösung der gegenseitigen Beteiligungen wegen zunehmenden Drucks seitens der Anleger⁴³⁰ und der Unternehmenssteuerreform, die mit Beginn des Jahres 2002 die Veräußerungsgewinne von der Besteuerung freistellt.⁴³¹ Zahlreiche Gesellschaften haben für diesen Zeitpunkt Beteiligungsveräußerungen in großem Stile angekündigt.⁴³²

Institutionelle Anleger neigen dazu, die Geschäftsleitung zu unterstützen, wobei man zwischen den unternehmenspolitisch motivierten Beteiligungen und den renditeorientierten Anlagen unterscheiden muß. Im Gegensatz zu den Fondsgesellschaften sind die Beteiligungen von Banken und Versicherungen unternehmenspolitisch motiviert und sind nicht immer an der Gewinnmaximierung ausgerichtet, was sich auch in einer regen Stimmrechtsausübung in den Hauptversammlungen niederschlägt.⁴³³ Banken und Industrieunternehmen⁴³⁴ neigen mehr zur Loyalität gegenüber der Geschäftsleitung, wogegen (öffentliche) Anlagefonds, Pensionskassen usw. stark an der Gewinnmaximierung ausgerichtet sind und tendenziell seltener die Stimmrechte aus den in Fonds gehaltenen Anteilen wahrnehmen.⁴³⁵ Letztere werden daher zurückhaltend gegenüber der Verankerung von Verteidigungsinstrumenten reagieren, wenn die Gefahr besteht, daß diese sich negativ auf den Aktienkurs auswirken.⁴³⁶

Die Banken üben im Regelfall zudem gemäß § 135 AktG das Vollmachtsstimmrecht⁴³⁷ der Kleinaktionäre aus, was in aller Regel zu einer Stabilisierung der Verwaltungsmacht des Vorstandes führt. Die (Depot-)Banken stimmen in der Hauptversammlung tendenziell verwaltungskonform ab und geben entsprechende Empfehlungen an ihre Kunden weiter.⁴³⁸ Zudem entfällt bei den meisten Publikumsgesellschaften der überwiegende Teil der Präsenz bei Hauptversammlungen auf von Depotbanken vertretene Aktionäre.⁴³⁹ Der Einfluß der Depotbanken könnte sich möglicherweise aber stark verkleinern, wenn sich Ideen wie die Stimmabgabe des Aktionärs online über das Internet verbreiten.⁴⁴⁰ Während bislang Aktionäre, die

⁴³⁰ Der Druck geht vor allem von Anlegervereinigungen und institutionellen Anlegern aus. Mit der Entflechtung soll der Börsenkurs der einzelnen Gesellschaften eine Stimulierung erfahren. Zudem soll eine erhöhte Transparenz der Beteiligungsverhältnisse den Anlegern eine gezieltere Beteiligungspolitik ermöglichen.

⁴³¹ Vgl. o.V., FAZ v. 4.1.2000, S. 15.

⁴³² Die Deutsche Bank will mit dem Inkrafttreten der Steuerreform 2002 alle Unternehmensbeteiligungen veräußern. Die Pakete sollen allein insgesamt einen Marktwert von 20 Mrd. DM haben, AG-Report 2001, R 12. Lehman Brothers geht in Deutschland von Verkäufen bei Unternehmensbeteiligungen i.H.v. insgesamt 220 Mrd. € (!) aus, LANDGRAF/SCHÖNAUER, Handelsblatt v. 9.5.01, S. 25.

⁴³³ Vgl. hierzu BAUMS/FRAUNE, AG 1995, 97, 111. – Eine vorwiegend unternehmenspolitisch motivierte Beteiligung ist unter dem Aspekt des Shareholder Value-Gedankens problematisch und wird daher auch immer stärker seitens der Investoren kritisiert.

⁴³⁴ Versicherungen üben die Stimmrechte ihrer Beteiligungen nur zu einem Bruchteil selbst aus, BAUMS/FRAUNE, AG 1995, 97, 111.

⁴³⁵ BAUMS/FRAUNE, AG 1995, 97, 112.

⁴³⁶ Daher wird es kaum in Betracht kommen, Aktienpakete bei befreundeten Fonds zu parken; vgl. WEIKKART, Manager Magazin, 1989 (Heft 4), 129, 139.

⁴³⁷ Zur Kritik und zu Reformvorschlägen zum Vollmachtsstimmrecht der Banken siehe BAUMS, AG 1996, 11 ff. sowie PELTZER in AG 1996, 26 ff. und ders., AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 100 ff.

⁴³⁸ Vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 696.

⁴³⁹ PELTZER, AG 1996, 26; vgl. hierzu bereits oben *I.2.a.*

⁴⁴⁰ DaimlerChrysler hat dies im April 2000 für seine Hauptversammlung möglich gemacht, FAZ v. 12.4.2000, S. 22. Zwar wird eine Stimmabgabe von Aktionären in der Hauptversammlung online über den Computer für rechtlich unzulässig gehalten; skeptisch zur Vision einer virtuellen Hauptversammlung, MARTENS,

nicht persönlich zur Hauptversammlung erscheinen, in der Regel ihrem Kreditinstitut – ohne besondere Weisung – das Stimmrecht übertragen,⁴⁴¹ würden sie dann konkret zu jedem einzelnen Tagesordnungspunkt auf der Hauptversammlung auch tatsächlich persönlich votieren.

Es ist wichtig, festzuhalten, daß den Depotbanken als Adressaten eines (feindlichen) Übernahmeangebotes keine eigenständige Bedeutung zukommt: Die Entscheidung über den Verkauf ihrer Aktien im Zuge eines Übernahmeangebotes verbleibt zwingend bei den Aktionären (als Anteilseigner) selbst.

2. Das breite Publikum als Aktionär

Aus Sicht des Bieters stellt das breite Publikum den idealen Adressat eines (feindlichen) Übernahmeangebotes dar. In diesem Falle verteilen sich die Aktien der Gesellschaft auf viele einzelne Kleinaktionäre. Der Begriff des Kleinaktionärs ist hier nicht absolut, sondern relativ und nicht im engen Wortsinne zu verstehen. Vielmehr definiert er sich durch eine Abgrenzung vom Block- oder Paketbesitzer und ist insoweit abhängig von der gesamten Börsenkaptalisierung der einzelnen Gesellschaft.⁴⁴²

a) Status quo: Aktienerwerb in Deutschland noch wenig verbreitet

Das Anlageverhalten deutscher Anleger ist trotz der zunehmenden Bedeutung von Aktien und Aktienfonds immer noch durch eine starke Orientierung an renditearmen Sparformen geprägt.⁴⁴³ Wenn der Verlauf auch seit etwa 5 Jahren einen deutlichen Anstieg nach oben markiert, so ist die Aktie als Anlageform bis heute immer noch relativ wenig verbreitet.⁴⁴⁴ Auch im internationalen Vergleich ist Deutschland mit etwa 8 % Aktionären an der Gesamtbevölkerung unter den Industrieländern noch kein Land der Aktionäre. So sind beispielsweise in den

Leitfaden für die Leitung der Hauptversammlung, S. 7 f. Das Aktienrecht geht von einer Stimmabgabe des präsenten oder vertretenen Aktionärs *auf der Hauptversammlung* aus, wovon die Notwendigkeit einer physischen Anwesenheit abgeleitet wird. Zu einer neueren Ansicht, die eine statutarische Zulassung für zulässig hält, siehe NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 41 m.w.N.

Nach geltendem Recht zulässig ist jedoch eine Stimmabgabe durch einen Vertreter (Stimmrechtsbroker), der wiederum die Hauptversammlung physisch besucht. Der Aktionär kann dann den Stimmrechtsbroker noch während der Versammlung online dirigieren, während er selbst sich durch die Übertragung der Hauptversammlung hierfür auf dem Laufenden hält, vgl. zum ganzen eingehend NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 39, 41 ff.

⁴⁴¹ Werden die Aktionäre – wie gesetzlich vorgeschrieben – um Einzelweisungen gebeten (§ 128 II AktG), reagieren nicht mehr als 2-3 % der angeschriebenen Aktionäre, PELTZER, AG 1996, 26, 27 m.w.N., von ROSEN, Repräsentanz der Streubesitzaktionäre, S. 289, 291 spricht von Rücklaufwerten zwischen 3 bis maximal 5 %.

⁴⁴² Auch wenn eine einzelne Person für 1 Mio. DM Aktien der Deutschen Bank hält, gilt sie dort als kleiner Aktionär, vgl. LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 17.

⁴⁴³ Schätzungen im Herbst 1999 gingen davon aus, daß etwa die Hälfte der privaten Geldvermögen auf Giro- und Festgeldkonten, in Sparbüchern oder Anleihen investiert sind, FAZ v. 14.8.1999, S. 23.

⁴⁴⁴ Vgl. etwa LEVEN, DAI-Kurzstudie 3/2000 vom November 2000, http://www.dai.de/dai_statistiken.

USA über 25 % der Bevölkerung direkte Aktienbesitzer, in Großbritannien 23 % und in Schweden über 35 %.⁴⁴⁵

Im Jahresdurchschnitt besaßen im Jahr 1999 rund 5 Millionen Einwohner in der Bundesrepublik Aktien, was einem Anteil von 7,8 % der (über 14-jährigen) Deutschen entspricht. Dies bedeutet gegenüber dem Jahr 1992 (4 Millionen Aktienbesitzer) schon eine Zunahme um 25 %.⁴⁴⁶ Nimmt man die Besitzer von Aktienfonds hinzu, so verfügten im Jahr 1999 etwa 8,2 Millionen Anleger direkt oder indirekt über Aktien. Dies entspricht einem Anteil von 12,9 % an der bundesrepublikanischen Bevölkerung.⁴⁴⁷ Im Januar 2001 konnte man dann schon über 12,3 Mio. Aktionäre (Fonds und Direktanlage in Aktien) zählen, womit bei den über 14-jährigen immerhin 19,3 % der Bevölkerung Aktien hielten.⁴⁴⁸ Trotz der turbulenten Kursentwicklungen blieben auch die Erstaktionäre weiter in Aktien investiert.⁴⁴⁹ Daran kann man auch erkennen, daß die Privatanleger zunehmend langfristorientiert anlegen. Dennoch ist die Entwicklung im Vergleich zu anderen Anlegergruppen unterdurchschnittlich, nachdem der Anteil der Privathaushalte am gesamten Aktienumlauf weiter zurück geht.⁴⁵⁰

b) Gründe für eine weitere Zunahme der Geldanlage in Aktien⁴⁵¹

In Deutschland haben seit Mitte der 80-er Jahre zahlreiche – z.T. sehr spektakuläre⁴⁵² – Neuemissionen das Interesse der breiten Bevölkerung für die Aktienanlage geweckt.⁴⁵³ Im Zuge des Börsenganges der Telekom hat ein bis dahin nicht dagewesener Werbefeldzug völlig neue

⁴⁴⁵ DAI-Factbook, Blatt 08.6-1.

⁴⁴⁶ 1992 ist das erste Jahr für das seit der deutschen Wiedervereinigung gesamtdeutsche Zahlen vorliegen.

⁴⁴⁷ So das Ergebnis einer Infratest Burke-Umfrage im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts; vgl. LEVEN, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie12000.pdf>.

⁴⁴⁸ http://www.dai.de/dai_statistiken (Pressemitteilungen vom 1.8.00 und 9.1.01).

⁴⁴⁹ http://www.dai.de/dai_statistiken (Pressemitteilung vom 9.1.01).

⁴⁵⁰ LEVEN, DAI-Kurzstudie 3/2000 vom November 2000, http://www.dai.de/dai_statistiken. Nimmt man den indirekten und direkten Aktienbesitz zusammen, so besaßen die privaten Haushalte Ende 1998 knapp 18 % des gesamten Aktienumlaufs. Eine Auflistung der gesamten Aktionärsstruktur in Deutschland siehe bereits oben *vor I*.

⁴⁵¹ Zur Revitalisierung der Aktie in Deutschland, siehe von ROSEN (Chancengemeinschaft – Deutschland braucht die Aktie 1997), S. 127 ff.

⁴⁵² Herausragend waren die Börsengänge der Deutschen Telekom sowie der Börsengang der Siemens-Tochter Infineon Technologies AG, vgl. hierzu <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,66461,00.html>.

In 1996 betrug das Kurswertvolumen aller Neuemissionen in Deutschland 24,8 Mrd. DM. Davon entfiel alleine auf die Deutsche Telekom ein Emissionskurswert von 19,665 Mrd. DM; Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik; Deutsche Börse AG; Börsen-Zeitung nach Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.), DAI-Factbook 1999, Blatt 03-2-a, Blatt 03-6/Seite 28. Auch im Jahre 1999 erfuhr die Aktie als Anlageinstrument insbesondere durch den (zweiten) Börsengang der Deutschen Telekom eine starke Förderung. So auch die Einschätzung der Deutschen Bundesbank im Monatsbericht vom Juni 2000, vgl. FAZ v. 21.06.2000, S. 17. Die Infineon-Aktie war trotz eines Emissionsvolumens von über 12 Mrd. € 33-fach überzeichnet, von ROSEN, http://www.dai.de/dai_statistiken (Artikel: „Neuemittenten haben Börsengang nicht bereut“), S. 2.

⁴⁵³ Während in den Jahren 1980 bis 1983 das Kurswertvolumen aller Neuemissionen in Deutschland durchschnittlich 100 Mio. DM pro Jahr betrug, stieg es ab 1984 mit 1,68 Mrd. DM bereits stark an. In den Jahren 1985 bis 1994 betrug es durchschnittlich sogar 2,12 Mrd. DM pro Jahr, Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik; Deutsche Börse AG; Börsen-Zeitung nach Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.), DAI-Factbook 1999, Blatt 03-2-a.

Maßstäbe in Deutschland gesetzt.⁴⁵⁴ Zusätzliche Aufmerksamkeit wurde durch die begonnene Privatisierungswelle – von teilweise sehr bekannten monopolistischen bzw. oligopolistischen – Staatsbetrieben hervorgerufen.⁴⁵⁵ Weitere Privatisierungen stehen im Zuge der allseitigen Marktöffnungen in großem Umfang noch an.⁴⁵⁶ Es ist insbesondere mit der Privatisierung von zahlreichen kommunalen Versorgungsbetrieben zu rechnen. Ein späterer Börsengang ist dann nicht ausgeschlossen.⁴⁵⁷

Die Neustrukturierung der Altersversorgungssysteme in Deutschland in Verbindung mit dem starken Vertrauensverlust in die staatliche Altersversorgung fördert die Aktie als Anlageform in der Bevölkerung.⁴⁵⁸ Der Generationenvertrag des gesetzlichen Rentenversicherungssystems und daneben die zunehmende Einrichtung von betrieblichen Renten ließen bislang die Altersversorgungsrücklage nicht in der Disposition der Arbeitnehmerschaft.⁴⁵⁹ Nun soll das durch die demographische Entwicklung hinkende Rentenversicherungssystem mit einer kapitalgedeckten Zusatzversorgung gestützt werden. Durch die staatlich geförderte und propagierte Ergänzung der gesetzlichen Altersvorsorge mittels privater Ersparnisse fließen nunmehr Mittel zur Altersvorsorge in die unmittelbare Disposition der Arbeitnehmerschaft.⁴⁶⁰ Auch dadurch hat die Aktie als Anlagemittel ein verstärktes Interesse erfahren.⁴⁶¹ Auf dem privaten Markt bilden sich eigene Altersvorsorgemodelle (sogenannte „Pensionsfonds“)⁴⁶². Pensionsfonds sind eine Möglichkeit der Finanzierung von Altersvorsorgeansprüchen mittels externer Verwalter. Diese legen wegen des Performancedruckes der Konkurrenz das Geld – unter portfoliotheoretischen Gesichtspunkten – dort an, wo die besten Renditen bei gegebenem Risiko zu erwarten sind.⁴⁶³

⁴⁵⁴ Vgl. auch LEVEN, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie12000.pdf>.

⁴⁵⁵ Zu nennen sind bislang beispielhaft, neben der Telekom AG, die Deutsche Post AG sowie die Volkswagenwerke (VW) AG mit einer Teilprivatisierung.

⁴⁵⁶ Die Deutsche Bahn etwa will langfristig ihr operatives Geschäft an die Börse bringen.

⁴⁵⁷ Vgl. hierzu eine Pressemeldung des DAI: „Neuer Schub für die Börse – Großes Privatisierungspotential bei den Kommunen“, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/pressemeldung/kommunale.htm>. Auch über eine Änderung der Rechtsform der Landesbanken und Sparkassen, die ihre Geschäfte als Anstalten des Öffentlichen Rechts betreiben, wird bereits laut nachgedacht.

⁴⁵⁸ FAZ v. 9.2.2000, o.V., S. 31, 32: „Aktienmärkte profitieren von privater Rentenvorsorge“.

⁴⁵⁹ Daher galt das Altersversorgungssystem in Deutschland eher als Hemmschuh für eine breite Akzeptanz des Anlagemediums Aktie bei der Bevölkerung. Die Gelder zur Altersversorgung standen (dem breiten Publikum) nicht als Anlagemittel zur Verfügung.

⁴⁶⁰ 1998 wurde mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz ein sogenanntes Altersvorsorge-Sondervermögen (AS-Fonds) geschaffen. Diese AS-Fonds dienen speziell der Alterssicherung. Breite, kapitalmarktunerfahrene Bevölkerungskreise sollen für die Altersversorgung in einfacher Weise an den positiven Entwicklungen u.a. der Aktienmärkte teilhaben, o.V., FAZ v. 24.6.00, S. 22. Anfang 2000 waren nach einer Mitteilung des Bundesverbandes Deutscher Investmentgesellschaften (BVI) diesen mittlerweile vierzig Fonds bereits rund zwei Milliarden DM zugeflossen, FAZ v. 14.1.2000, S. 63.

⁴⁶¹ Vgl. o.V. in FAZ v. 6.12.1999, S.37; STELTZNER in FAZ v. 3.1.2000; LEVEN, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie12000.pdf>.

⁴⁶² Solche Pensionsfonds spielen beispielsweise in Großbritannien bereits heute eine bedeutende Rolle. Ende 1994 hatten die britischen Pensionsfonds bereits über ein Vermögen von 775 Mrd. US-\$ verfügt, wovon 82 % in Aktien investiert waren, von ROSEN, Börsen-Zeitung v. 23.02.1996, S. 18; vgl. auch ders. in Handelsblatt v. 12.02.1996, S. B 11.

⁴⁶³ von ROSEN, Vortragsmanuskript: Shareholder Value-Orientierung in Deutschland: Ist der deutsche Kapitalmarkt reif für Pensionsfonds?, 19.9.1997, Frankfurt am Main, S. 3, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/vortraege/pensionsfonds.pdf>.

Gleichzeitig bringt der Gesetzgeber die steuerliche Begünstigung der Aktienanlage voran. Veränderungen in der Besteuerung gehen zu Lasten der Lebensversicherungen und zu Gunsten der Aktienanlage.⁴⁶⁴ Mittelfristig sollen die Erträge aus lang laufenden Kapitallebensversicherungen der Besteuerung unterworfen werden.⁴⁶⁵ Eine Förderung der Aktienanlage ergibt sich auch mit der Einführung des sogenannten Halbeinkünfteverfahrens⁴⁶⁶ im Rahmen der Unternehmenssteuerreform.⁴⁶⁷

Die individuelle Handhabung der Investition in Aktien erleichtert sich zusehends durch die Verbesserung der allgemeinen Marktbedingungen für den Wertpapierhandel sowie einen besseren Zugang zu den einschlägigen Informationsquellen mittels des Internet. Unternehmensinformationen aus erster Hand⁴⁶⁸ sowie aktuelle Börsenkurse und Marktanalysen sind für jedermann zu jeder Zeit über das Internet verfügbar.⁴⁶⁹ Die Banken stellen dabei den Kunden ihre eigenen Handelssysteme mit den dafür notwendigen Daten, die sie aus der Marktanalyse gewonnen haben, unmittelbar zur Verfügung.⁴⁷⁰ Darüber hinaus können Kauf- und Verkaufsaufträge von den Kunden online über das Internet oder via „Telefonbanking“ erteilt werden.⁴⁷¹ Gleichzeitig wird die einzelne Transaktion für den Kunden billiger, weil die Margen der Banken sinken.⁴⁷² Auch durch die Erleichterung der Ausübung der Teilhaberechte (Stimmrechtsausübung) mittels des Internet kann eine Annäherung der breiten Bevölkerung an die Aktie erreicht werden.⁴⁷³

⁴⁶⁴ Der Gesetzgeber will das Steuerprivileg der Lebensversicherungen korrigieren, das ihnen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Anlageformen zur Altersvorsorge bietet, FAZ v. 12.8.1999, S. 13.

⁴⁶⁵ Nach bisherigem Recht gehören Zinsen aus Rentenversicherungen mit Kapitalwahlrecht und Kapitalversicherungen gegen laufende Beiträge mit Sparanteil grundsätzlich nicht zu den Einkünften aus Kapitalvermögen, wenn der Vertrag für die Dauer von mindestens 12 Jahren abgeschlossen wurde bzw. das Kapitalwahlrecht nicht vor Ablauf von 12 Jahren ausgeübt werden kann, vgl. § 20 I Nr. 6 S. 2 i.V.m. § 10 I Nr. 2 b EStG.

⁴⁶⁶ Für den einzelnen Aktiensparer bedeutete dies, daß er bei Veräußerung von Aktien innerhalb der zwölfmonatigen Spekulationsfrist nur noch die Hälfte des realisierten Kursgewinnes im Rahmen seiner Einkommenssteuer unter Progressionsvorbehalt versteuern muß; siehe hierzu eine Verlautbarung des Bundesfinanzministeriums am 2.1.2000; vgl. FAZ v. 3.1.2000; vgl. hierzu auch FAZ v. 14.1.2000 mit kritischen Stimmen zur geplanten Reform der Unternehmensbesteuerung.

⁴⁶⁷ Vgl. zur Steuerreform 2000 nur den Bundesminister der Finanzen EICHEL, WM 2000, 407 f.

⁴⁶⁸ Die meisten börsennotierten Unternehmen haben die Bedeutung des Internet zur Kommunikation mit den Aktionären erkannt und bieten diesen im Netz spezielle Informationen an, so eine Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts e.V. mit 300 untersuchten größeren Aktiengesellschaften, www.dai.de/veroeffentlichungen/pressemeldung/aktionaerinternet.htm.

⁴⁶⁹ Die Zahl der Privatpersonen die in Deutschland einen Internetzugang haben wächst rasant an: Nach einer Untersuchung des Marktforschungsinstitutes Forsa im Auftrag der Münchner Media Gruppe Digital waren im März 2000 rund 21 % der über 14-jährigen Deutschen Internetnutzer. Im letzten Quartal 1999 lag dieser Wert noch bei rund 16 % und er sollte sich nach der Untersuchung bis Ende 2000 gar verdoppeln, FAZ v. 15.5.2000, S. 27. Dabei sind nach einer Infratest-Umfrage im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts Aktionäre überdurchschnittlich aktive Nutzer des Internet. Danach nutzten per Ende September 2000 rund 44 % der Aktionäre das Netz, www.dai.de/veroeffentlichungen/pressemeldung/aktionaerinternet.htm.

⁴⁷⁰ Vgl. zum Thema Internet und Kapitalmärkte Fischer in FAZ v. 8.5.2000, S. 40.

⁴⁷¹ STELTZNER in FAZ v. 30.11.1999, S. 17; KOCH, FAZ v. 6.3.2000, Sonderbeilage „Börsensegment Neuer Markt“, S. B 28: „Das Internet wird zur größten Bedrohung der Börsen als Institutionen an sich“.

⁴⁷² Vgl. nur Fischer in FAZ v. 8.5.2000, S. 40.

⁴⁷³ Erste Erfolge wurden bereits mit der Live-Übertragung der Hauptversammlung im Internet erzielt, wobei die Aktionäre zu jedem einzelnen Tagesordnungspunkt ihre Stimme per Internet abgeben können, FAZ v. 12.4.2000, S. 22.

Schließlich trägt auch der Anstieg des Geldvermögens der privaten Haushalte zur Förderung privater Investitionen in Aktien bei. Insbesondere die junge Generation der Erben steht Investitionen in Aktien besonders aufgeschlossen gegenüber.⁴⁷⁴ Das Geldvermögen der privaten Haushalte⁴⁷⁵ in Deutschland hatte im Juni 2000 6,75 Billionen DM betragen und hat sich damit seit Anfang der neunziger Jahre nahezu verdoppelt.⁴⁷⁶ Dabei geht lediglich ein Viertel des Vermögenszuwachses auf Kurssteigerungen zurück.⁴⁷⁷ Der Aktienbesitz wächst zudem überproportional im Vergleich zum Anwachsen des Privatvermögens.⁴⁷⁸ Die Aktie ist Ende 1999 mit einem Volumen von ca. 900 Mrd. DM beim privaten Geldvermögen erstmals an die dritte Stelle der Beliebtheitsskala der Anlageformen vorgerückt, nach Versicherungen (1,5 Billionen DM) und Spareinlagen (1,2 Billionen DM).⁴⁷⁹ Vom gesamten Vermögen der privaten Haushalte waren Ende 1998 etwa 10,97 %⁴⁸⁰ und Ende 1999 etwa 12,7 %⁴⁸¹ direkt oder indirekt in Aktien (einschließlich inländischer Publikumsfonds)⁴⁸² angelegt.

Auch unter Renditegesichtspunkten läßt sich eine Zunahme der Investition in Aktien rechtfertigen. Bei langfristiger Betrachtung kann auch nichts anderes unter Berücksichtigung regelmäßig auftretender regelrechter Kurseinbrüche an den Börsen gelten. Vielmehr läßt sich ein anhaltender, langfristiger Aufwärtstrend an der Börse verzeichnen. Nach einer Literaturstudie kommen 80 % der Untersuchungen, in denen die Rendite von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren im *langfristigen* Vergleich standen, zu dem Ergebnis, daß die Aktie deutlich und zuverlässig die Rendite von Rentenpapieren übertrifft.⁴⁸³ Die rasante Kursentwicklung der vergangenen Jahre bei den DAX-Werten⁴⁸⁴ kann man (lediglich) als zusätzlichen „Beschleuniger“ dieser langfristigen Tendenz betrachten. Von 1950 bis 2000 läßt sich ein fast durch-

⁴⁷⁴ PICOT/LAND, Handelsblatt v. 23./24.07.1999, S. K 3 f.

⁴⁷⁵ Einschließlich der „Organisationen ohne Erwerbszweck“.

⁴⁷⁶ So eine Analyse der Deutschen Bundesbank, vgl. FAZ v. 21.06.2000, S. 17; <http://www.spiegel.de/wirtschaft/konjunktur/0,1518,81706,00.html>; zum Zahlenmaterial siehe auch DAI-Factbook, Blatt 07.1-1,2.

⁴⁷⁷ Wobei hierbei wiederum der Schwerpunkt der Kurssteigerungen bei der Anlage in Aktien liegt, vgl. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/konjunktur/0,1518,81706,00.html>. Zur Rendite der Aktienanlage siehe sogleich unten.

⁴⁷⁸ Von Anfang 1991 bis Ende 1999 ist der direkte Aktienbesitz der Privatanleger jährlich um durchschnittlich 14,5 % gestiegen, wogegen das gesamte private Geldvermögen im Vergleichszeitraum lediglich um durchschnittlich 7,5 % gestiegen ist. Wenn auch die Zunahme der Aktienbestände im Geldvermögen der Privatanleger zwischen 1991 und 1999 im wesentlichen auf die Kurssteigerungen von Aktien zurückzuführen war (der Kurs der Aktien hat sich nach Angaben der Deutschen Bundesbank im Mittel seit 1990 etwa verdreifacht, vgl. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/konjunktur/0,1518,81706,00.html>), so kauften in den Jahren 1996 bis 1999 die Privatanleger netto immerhin direkt Aktien im Wert von 43,5 Mrd. DM. Dazu kommen noch Zuflüsse zu Publikums-Aktienfonds in Höhe von ca. 77,1 Mrd. DM im gleichen Zeitraum, so daß die privaten Haushalte seit 1996 rund 120 Mrd. DM direkt oder indirekt in die Aktie investiert haben, vgl. LEVEN, DAI-Kurzstudie 3/2000, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/kurzstudie32000.htm>. www.dai.de/veroeffentlichungen/pressemeldung/treueaktie.htm.

⁴⁷⁹ LEVEN, DAI-Kurzstudie 1/99, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie199.pdf>.

⁴⁸¹ DAI-Kurzstudie 3/2000, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/kurzstudie32000.htm>.

⁴⁸² Dabei sei unterstellt, daß die Publikumsfonds (nahezu) vollständig den privaten Haushalten zuzurechnen sind; vgl. hierzu LEVEN, DAI-Kurzstudie 1/99, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie199.pdf>

⁴⁸³ So eine Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI) vom September 1999 mit einer Untersuchung von 43 Einzeluntersuchungen, darunter 26 Vergleiche zwischen deutschen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, <http://dai.de/veroeffentlichungen/pressemeldung/aktieversusrente.htm>.

⁴⁸⁴ LEVEN, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/kurzstudien/studie12000.pdf>.

gängiger Trend verzeichnen wonach der DAX von deutlich unter 1000 auf über 7000 Punkte angestiegen ist,⁴⁸⁵ um dann im Zuge der weltweiten Baisse gegen Ende des Jahres 2001 auf etwa 5000 und Ende 2002 sogar auf 3000 Punkte abzusinken. Wenn auch durch eine eingetretene Baisse die Anlagevolumina an den Börsen zwangsläufig absinken, so werden dadurch nicht ebenso viele Anleger von den Börsen vertrieben, wie zuvor durch eine ausgeprägte Hausse angelockt wurden.⁴⁸⁶

IV. Die Nachfrageseite: Bieter auf dem deutschen Markt

Um den Markt für Unternehmensübernahmen abschließend beurteilen zu können, sind als Gegenstück zu den potentiellen Zielgesellschaften potentielle Bieter als Nachfrager von kontrollierenden Unternehmensbeteiligungen zu betrachten. Als Nachfrager kommen sowohl natürliche als auch juristische Personen in Form von Kapitalgesellschaften in Betracht. Die Zahl potentieller Gesellschaften die eine kontrollierende Beteiligung erwerben möchten, hängt vor allem von den konjunkturellen Faktoren, aber auch von der strategischen und strukturellen Ausrichtung von einzelnen Märkten ab.

Für innovative Wissensprodukte existieren praktisch keine natürlichen Markteintrittsbarrieren.⁴⁸⁷ Die Anbieter solcher Produkte sind daher gezwungen, möglichst schnell weltweit höchstmögliche Marktanteile zu erreichen. Über den „Besitz“ des Kunden werden andersartige Barrieren wie Nutzerverträge, Marken, Nutzerstandards etc. aufgebaut. Ein Ziel dieser Unternehmen ist es daher, möglichst rasch zahlreiche Kunden zu gewinnen und an sich zu binden.⁴⁸⁸ Dies kann, insbesondere wenn der größte Anteil des Kuchens bereits verteilt ist, nur durch Akquisitionen erfolgen. In diesen Branchen funktioniert das traditionelle Modell internen Wachstums durch schrittweise Markterschließung nicht mehr und Wachstum kann nur durch Zukauf von Unternehmen erfolgen.⁴⁸⁹

⁴⁸⁵ Siehe hierzu das Rendite-Dreieck des Deutschen Aktieninstituts, http://www.dai.de/dai_statistiken.

⁴⁸⁶ Siehe hierzu bereits oben *sub III.2.a)*: Erstaktionäre bleiben trotz turbulenter Kursentwicklungen in Aktien investiert.

⁴⁸⁷ BERGER, Politische Studien, 73, 77.

⁴⁸⁸ Dementsprechend werden Kundenbesitz und Marktanteile von den Börsen hoch bezahlt. In der Telekommunikation oder bei Online-Diensten kalkuliert man bis zu 20.000 US-\$ pro Kunde, BERGER, Politische Studien, 73, 76.

⁴⁸⁹ BERGER, Politische Studien, 73, 77.

V. Ergebnis und Ausblick: Die Entwicklung des Kapitalmarktes in Deutschland und die Auswirkungen auf die künftige Frequenz feindlicher Übernahmen in Deutschland

Ende der 80'er Jahre wurde vereinzelt in der Literatur vorausgesagt, daß sich Übernahmeangebote nach US-amerikanischer oder englischer Machart auch in Kontinentaleuropa durchsetzen würden.⁴⁹⁰ Begründet wurde diese Vermutung u.a. damit, daß sich US-amerikanische oder englische Gesellschaften bei der Suche nach geeigneten Investitionen auch auf den hiesigen Kapitalmärkten umschauen würden.

Bislang waren feindliche Übernahmen deutscher Zielgesellschaften jedoch eine Seltenheit. Die Ursachen hierfür sind vielfältig.⁴⁹¹ Es waren und sind die rechtlichen Übernahmehindernisse gerade in Deutschland nicht besonders hoch, jedoch haben bisher vor allem gesellschaftlich-institutionelle und marktstrukturelle Barrieren bestanden.⁴⁹² Diese Hindernisse werden zukünftig immer mehr an Bedeutung verlieren, wenn der marktstrukturelle Widerstand gegen feindliche Übernahmen nachhaltig überwunden ist.⁴⁹³ Es stehen wesentliche Änderungen bevor oder sind bereits im Gange, die eine Zunahme von feindlichen Übernahmen in Deutschland erwarten lassen. Es sind dies gravierende Veränderungen in der Bankenstruktur (einschließlich der Verringerung des Einflusses als Depotbanken) in Deutschland, die Auflösung der gegenseitigen Verflechtungen und neben der Aufweichung der strukturellen Übernahmehindernisse nicht zuletzt eine zunehmende gesellschaftliche Akzeptanz der Erscheinung „feindlicher Übernahmen“ in Deutschland.

Hauptsächlicher Motor für diese Veränderungen ist das rasant zunehmende Anlegerinteresse für die Aktie und die gleichzeitige Zunahme von Publikumsgesellschaften in Deutschland. Diese Entwicklung wird sich auch nach einem Einbruch und einer Konsolidierung der Märkte nicht mehr umkehren. Entscheidend ist, daß mittlerweile Strukturen entstanden sind und fortbestehen: Weitere Privatisierungen und Börsengänge von Unternehmen im Besitz der Öffentlichen Hand stehen bevor. Steuerliche Vergünstigungen für Aktienanleger wurden geschaffen und der Weg in die private, kapitalgedeckte Altersversorgung ist unumkehrbar. Im Kampf um Kundenanteile und bedingt durch technische Fortschritte haben sich die Marktbedingungen für Anleger deutlich verbessert. Das private Geldvermögen steigt weiter an.

Mit der Zunahme institutioneller Investoren und einer höheren Zahl an professionellen (ausländischen) Investoren wird sich auch die Liquidität und Professionalität des Marktes erhö-

⁴⁹⁰ So z.B. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 186. – a.A. dagegen SÜNNER, AG 1987, 276, 284, der dies mit der Sprachbarriere, der römisch-rechtlichen Tradition und der stärkeren Arbeitnehmermitbestimmung begründet.

⁴⁹¹ Siehe soeben unter § 2 D.IV.3.a.

⁴⁹² NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 577.

⁴⁹³ Vgl. NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 577.

hen.⁴⁹⁴ Es wird bei so renommierten Unternehmen wie VW⁴⁹⁵, Deutsche Bank⁴⁹⁶ und DaimlerChrysler⁴⁹⁷ längst laut über die Gefahr einer feindlichen Übernahme nachgedacht. Die Commerzbank hatte bereits mehrfach ein „Gezerre“ um die Hauptversammlungsmehrheiten mit der Anlegergruppe „Cobra“ erfahren.⁴⁹⁸

Nicht zuletzt durch die anfangs feindliche und zuletzt als freundlich dargestellte Übernahme von Mannesmann dürfte mittels der breit angelegten Werbeschlacht in der Allgemeinpresse, die Stigmatisierung des Phänomens „feindliche Übernahme“ in der Öffentlichkeit aufgeweicht sein.

Wenn sich die Marktbedingungen für feindliche Übernahmen verbessern und es hierzulande gleichzeitig noch relativ wenige potentielle Zielgesellschaften geben mag, so erscheint es nur konsequent, daß diese um so eher mit Übernahmeangeboten rechnen müssen.

Mit der zunehmenden Entwicklung der deutschen Finanzmärkte und der gleichzeitig immer stärkeren Anknüpfung an die internationalen Finanzmärkte wächst automatisch auch die Bereitschaft der deutschen Finanzinstitute, am „Übernahmespiel“ teilzunehmen.⁴⁹⁹ Sämtliche deutsche Banken haben eigene Abteilungen für das Corporate-Finance-Geschäft gegründet oder rechtlich selbständige Beratungsgesellschaften erworben oder neu gegründet. Dem amerikanischen Vorbild folgend sind damit in der deutschen Bankenlandschaft Investmentbanken entstanden.⁵⁰⁰ Die bisherigen Interessenkonflikte werden immer stärker zugunsten der Finanzierung und Begleitung von (feindlichen) Übernahmeangeboten aufgelöst werden. Auch dafür sorgt nicht zuletzt der Konkurrenzdruck seitens ausländischer Investmentbanken des angelsächsischen Typs. Schließlich werden britische und erst recht überseeische Investoren und Investmentberater ihre ihnen bekannten und vertrauten Erwerbstechniken mit auf die kontinentaleuropäischen Kapitalmärkte bringen.⁵⁰¹ Selbst wenn die deutsche Rechtsordnung, insbesondere im Aktienrecht, völlig andere Rahmenbedingungen für Übernahmen bietet, als etwa in Großbritannien und den USA, so liegt doch dem Handel in Aktien derselbe Grundmechanismus zugrunde: Käufer und Verkäufer von Aktien können sich grundsätzlich frei – hinsichtlich Preis und Menge – einigen. Damit steht einem öffentlichen (Kauf-)Angebot für die Aktien einer bestimmten Zielgesellschaft an eine Vielzahl an Aktionäre eben dieser Gesellschaft nichts entgegen.⁵⁰²

⁴⁹⁴ NOLTE/LEBER, DBW 1990, 573, 579 m.w.N.

⁴⁹⁵ Siehe hierzu HELMER, FAZ v. 16.2.2000, S. 30; WINTER, Handelsblatt v. 15.5.2001, S. 18.

⁴⁹⁶ Die größten Aktienpakete liegen bei der Allianz mit 5 % und bei der spanischen La Caixa mit 3,7 %. Das Kapital ist im übrigen breit gestreut, was Pool-Bildungen erleichtert. Der Einfluß unerwünschter Aktionäre oder Aktionärsgruppen fällt insbesondere durch so niedrige Hauptversammlungspräsenzen (1999: unter 32 %) leicht. Mit 17 (!) % der Kapitalstimmen ist auf der Hauptversammlung bereits eine Mehrheit vertreten; vgl. LEBERT, Financial Times Deutschland v. 13.6.2000, S. 17.

⁴⁹⁷ Vgl. HAWRANEK, <http://www.spiegel.de/spiegel/0,1518,104976,00.html>.

⁴⁹⁸ Vgl. hierzu nur LEBERT, Financial Times Deutschland v. 13.6.2000, S. 17.

⁴⁹⁹ Zur Rolle der Banken bei Unternehmensveräußerungen, PELTZER, ZIP 1991, 485 ff.

⁵⁰⁰ HÖLTERS in HÖLTERS, Teil I RN 33.

⁵⁰¹ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 186; Europas größter Sozietätenverbund Linklaters & Alliance hatte im Jahre 2001 einen Stipendiumswettbewerb für Jurastudenten mit dem Thema Abwehrstrategien gegen die feindliche Übernahme eines Konzerns in Höhe von 40.000 US-Dollar ausgeschrieben, o.V. JURA 2001, 66 f.

⁵⁰² HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 186.

Es scheinen sich im Gegenzug zur Veränderung der Marktstrukturen auch die rechtlichen Hürden für feindliche Übernahmen nicht entscheidend zu erhöhen. Insbesondere ist es auch nach Inkrafttreten des WpÜG dem Bieter grundsätzlich nicht verwehrt, Angebote zum Erwerb der Aktien der Zielgesellschaften im Tausch gegen die Aktien der Bietergesellschaft (sog. Tauschangebote) abzugeben. Der Vorstand der Zielgesellschaft soll zwar in eigener, autonomer Zuständigkeit mit Vorliegen eines öffentlichen Angebotes einer grundsätzlichen Neutralitätspflicht unterliegen, aber gleichwohl Abwehrmaßnahmen mit Legitimation der Hauptversammlung treffen können. Daneben sind Abwehrmaßnahmen des Vorstandes dann zulässig, wenn sie mit Zustimmung des Aufsichtsrates ergehen.

Soweit die bisherigen Ursachen, die das Auftreten feindlicher Übernahmen gebremst hatten, nicht ohnehin durch Änderung der rechtlichen oder faktischen Bedingungen weggefallen sind, stehen den verbleibenden Hemmnissen gute Gründe entgegen, die gerade deutsche Aktiengesellschaften zu interessanten Zielen feindlicher Übernahmen werden lassen.

§ 3 Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft im Umfeld eines feindlichen Übernahmeangebotes – Position zur Frage eines Neutralitätsgebotes

A. Die widerstreitenden Interessengruppen

I. Der Vorstand im Kern des Spannungsfeldes

Im Zuge eines Übernahmeangebotes werden eine Vielzahl an Partikularinteressen berührt. Will man die dabei wirkenden Kräfte nicht unkontrolliert aufeinander treffen lassen und damit das Recht des Stärkeren festigen, so kann nur mittels rechtlicher Regelungen ein möglichst gerechter Interessenausgleich geschaffen werden. Der Kern des Spannungsfeldes wird dabei gebildet durch drei „Parteien“: den Bieter, die Aktionäre der Zielgesellschaft und das Management der Zielgesellschaft. Es sind dies die Gruppierungen, die im Zuge eines Übernahmeangebotes typischerweise eine *aktive* Handlungsrolle haben. Eine *notwendige* Handlungsrolle haben freilich nur der Bieter – als Nachfrager – und die Zielgesellschaftsaktionäre – als Anbieter. Der Vorstand (und gegebenenfalls auch der Aufsichtsrat) hat eine notwendig aktive Rolle nur bei freundlichen Übernahmen: Hier wird der Vorstand der Zielgesellschaft regelmäßig vom Bieter direkt angesprochen – oder vice versa – und führt gleich einem Stellvertreter der Aktionäre die weiteren Verhandlungen. Später findet dann das Votum der Aktionäre der Zielgesellschaft – zum Verkauf oder Tausch ihrer Aktien – oftmals nur noch als „formelle Notwendigkeit“ statt.

Bei feindlichen Übernahmeangeboten wird dem Vorstand der Zielgesellschaft keine notwendig aktive Rolle zuteil: Die Ansprache der Zielgesellschaftsaktionäre erfolgt seitens des Bieters gerade unter Umgehung deren Vorstandes, bei Publikumsgesellschaften mittels öffentlichem Übernahmeangebot. Von Seiten des Bieters ist eine Einmischung des Vorstandes unerwünscht, seitens der Aktionäre – als Anbieter der Aktien – ist unter Gesichtspunkten des Marktes ein aktives Eingreifen des Vorstandes möglicherweise überflüssig, oder eventuell gar

störend. Dies setzt freilich voraus, daß alle angesprochenen Aktionäre für sich in Anspruch nehmen, das konkrete Angebot auf sein *subjektives* Preis-Leistungs-Verhältnis hin selbständig prüfen und beurteilen zu können. Dies wird in den meisten Fällen jedoch nicht der Fall sein. Eine zentrale Rolle spielt hier auch das sogenannte Kollektivhandlungsproblem (collective-action problem). Der einzelne Bieter steht einer Vielzahl von Aktionären gegenüber, die sich untereinander nicht bzw. nur unter großen Schwierigkeiten absprechen können. Darin kristallisiert sich der entscheidende Unterschied zu einem „ausgehandelten“ Kauf von Unternehmensbeteiligungen. Auch die Übernahme von Aktienpaketen aufgrund öffentlicher Übernahmeangebote ist ein Erwerbsvorgang auf kaufvertraglicher Grundlage. Jedoch stehen sich dort zwei Vertragsparteien als Verhandlungspartner gleichberechtigt gegenüber. Hier diktiert der Bieter aufgrund einseitig formuliertem Übernahmeangebot die Bedingungen, die der angesprochene Aktionär annehmen kann oder nicht.⁵⁰³ Raum für die typische Verhandlungssituation zwischen Verkäufer und Käufer besteht aufgrund des Kollektivhandlungsproblems auf Verkäuferseite, die sich aus zahlreichen Einzelpersonen zusammensetzt, schon aus technischen Gründen nicht. Dem Vorstand wäre es allerdings – im Gegensatz zu dem einzelnen Minderheitsaktionär – aufgrund seiner gebündelten „Interessenwahrnehmungsbefugnis“ möglich, beim Gebotspreis für die Aktionäre nachzuverhandeln. Daher ist es grundsätzlich sinnvoll, dem Vorstand, auch kraft seiner höheren Kenntnisse in Bezug auf das betriebene Unternehmen der Zielgesellschaft, auch bei feindlichen (öffentlichen) Übernahmen eine aktive Rolle zuteil werden zu lassen.⁵⁰⁴

Dabei taucht automatisch die Frage auf, inwieweit damit dem Vorstand zugebilligt wird, seine eigenen Herren auszuwählen. Vor diesem Hintergrund muß entschieden werden, wie groß der dem Vorstand zuzubilligende Aktionsradius sein darf und inwieweit – unter Durchbrechung der Aktionärsdemokratie – der einzelne Aktionär etwa gar vor sich selbst geschützt werden muß. Auf der Mißbrauchsebene muß dabei ständig die Gefahr von Interessenkollisionen des

⁵⁰³ Vgl. hierzu HÖLTERS in HÖLTERS, Teil I RN 21.

⁵⁰⁴ Im Zusammenhang mit dem Problem kollektiven Handelns auf Seiten der Aktionäre wird die Situation des Aktionärs im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot verglichen mit dem sog. Gefangenen-Dilemma der Spieltheorie, vgl. REUL, Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse, S. 11, 26 m.w.N. Der Kleinaktionär muß davon ausgehen, daß seine persönliche Verkaufsentscheidung nicht über Erfolg oder Mißerfolg des Übernahmeangebotes als ganzes entscheidet. Daher muß er für seine Entscheidung beide Szenarien kalkulieren. Schätzt der Aktionär den Wert der Aktie geringer ein als das Angebot, so wird er in jedem Falle verkaufen. Ist dies nicht der Fall, muß er die Szenarien vergleichen. Wenn er seine Aktie behält und das Übernahmeangebot gelingt dennoch, so wird er zum Minderheitsaktionär einer vom Bieter beherrschten Gesellschaft, was den Kurs der Aktie nach empirischen Erhebungen regelmäßig unter dem Wert des Übernahmeangebotes bleiben läßt. Er steht dann also vermögensmäßig schlechter, als wenn er an den Bieter verkauft hätte – obwohl er verglichen mit einem Alleinaktionär rational richtig entschieden hatte. Das Gefangenen-Dilemma erzeugt also einen Druck auf den einzelnen. In solchen Situationen wählen rationale Spieler eine Maximin(=Maximize the minimal return)-Strategie und wählen das absolut geringste Übel. Übertragen auf die Situation eines Übernahmeangebotes verkauft der Kleinaktionär an den Bieter immer dann, wenn ein Erfolg des Übernahmeangebotes insgesamt aufgrund des Angebotspreises nicht ausgeschlossen ist. Dieses Problem läßt sich nicht im Rahmen der Frage der Neutralitätspflicht des Vorstandes klären. Abhilfe schaffen läßt sich hier nur mit Verfahrensregelungen, die den Bieter betreffen. Dies dürfte im wesentlichen mit den Regelungen eines Pflichtangebotes und sog. „Wasserstandsmeldungen“ während der Annahmefrist, wie sie das neue WpÜG vorsehen, gelingen. Z.T. a.A. REUL, Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse, S. 11, 28 ff., der statt „Wasserstandsmeldungen“ die Möglichkeit der Abgabe einer Annahmeerklärung, unter der Bedingung, daß der Bieter eine Kontrollposition erlangt, vorschlägt.

Vorstandes durch das – gerade bei feindlichen Übernahmen – typische Zusammentreffen der derivativen Interessen des Vorstandes in seiner Funktion als Treuhänder mit dessen originären Interessen, als Inhaber eines Amtes und Angestellter im Blick bleiben.

Soll die Übernahme einer Gesellschaft ohne das Einvernehmen der Handlungsorgane dieser Gesellschaft stattfinden, so liegt die ablehnende Haltung des Vorstandes als Leitungsorgan der davon betroffenen Aktiengesellschaft nicht fern. Im Falle eines unerwünschten bzw. feindlichen Übernahmeangebotes stellt dessen ablehnende Haltung ein begriffsbildendes Kriterium dar. Die Motive für diese Haltung können ganz unterschiedlich sein. Das Spektrum geht von persönlichen, zwischenmenschlichen Motiven über die Sorge um die eigene Stellung in der Gesellschaft und auf dem Markt für Manager bis hin zur (ideellen) Wahrung bzw. Verwirklichung unternehmenspolitischer Ziele. Die Amtszeiten von Verwaltungsmitgliedern sind relativ kurz geworden.⁵⁰⁵ Für die hohe Wechselfrequenz werden nicht zuletzt die zunehmenden M & A-Aktivitäten verantwortlich gemacht.

In Anknüpfung an den Begriff der „feindlichen Übernahme“ ist zuvorderst die generelle Legitimation etwaiger Abwehrmaßnahmen seitens der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft zu überprüfen. Es ist die Frage aufzuwerfen, ob es – über die Begriffsdefinition hinaus – aus aktienrechtlicher Sicht überhaupt auf die Perspektive des Vorstandes ankommen kann. Schließlich gewinnt die Bezeichnung einer Übernahme als eine „feindliche“ ihren Bedeutungsgehalt ausschließlich durch eine Fokussierung des Blickwinkels der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft. In diesem Zusammenhang wird – zurecht – immer wieder betont, daß feindliche Übernahmeangebote nicht per se gesellschaftsschädlich sind.⁵⁰⁶

Es geht mithin um die Frage, ob der Vorstand steuernd eingreifen darf oder gar muß, wenn zu befürchten ist, daß sich die Mehrheitsverhältnisse unter den Gesellschaftern ändern, insbesondere wenn nach einem Kontrollwechsel der Gesellschaft deren Auflösung oder der Verkauf wesentlicher Teile (asset stripping) im Raum steht oder aber lediglich die Gesellschaft von einem „ausländischen“ Eigentümer dominiert werden könnte. Steuernd eingreifen meint grundsätzlich jegliche Art von Einflußnahme, also neben etwaigen Verhinderungsmaßnahmen auch das Beziehen einer eigenen Position.

Bis zum Inkrafttreten eines nationalen Übernahmegesetzes in Form des WpÜG gab es weder eine gesetzlich normierte,⁵⁰⁷ noch eine von Rechtsprechung oder Literatur entwickelte abstrakte Richtschnur, mit der man die generelle Zulässigkeit und Gebotenheit von Leitungsmaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft überprüfen könnte.⁵⁰⁸ Für eine Richtschnur, die sowohl den reaktiven als auch den präventiven Bereich einer Übernahmesituation abdecken

⁵⁰⁵ Nach einer Studie aus dem Jahre 2000 der Personalberatung RUNDSTEDT&PARTNER, Düsseldorf, waren weltweit die Hälfte aller Vorstandsvorsitzenden erst seit weniger als drei Jahren im Amt, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/maerkte/0,1518,86615,00.html>.

⁵⁰⁶ So auch RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 686 m.w.N.

⁵⁰⁷ Der Übernahmekodex hatte keine Gesetzesqualität. Zum Kodex siehe eingehend oben *sub* § 2 D.I.I.

⁵⁰⁸ Vgl. KESSLER, AG 1995, 61; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 101.

würde gilt dies bis heute. Sowohl der Übernahmekodex als auch das WpÜG regeln diese Frage nur für den reaktiven Bereich.

Zunächst werden im folgenden⁵⁰⁹ alle sonstigen wesentlichen Interessen der an einem feindlichen Übernahmeversuch beteiligten Gruppen gegenüber gestellt. Dabei soll überprüft werden, ob diese sonstigen Interessen eines besonderen Schutzes bedürfen, oder ob diese bereits durch die Repräsentanten im Kern des Spannungsfeldes (Vorstand der Zielgesellschaft, Bieter und Zielgesellschaftsaktionäre) hinreichend vertreten werden. Schließlich wird der Versuch unternommen, den Konflikt der beteiligten Interessen aufzulösen.⁵¹⁰ Hierzu wird zunächst der gegenwärtige Meinungsstand dargestellt⁵¹¹ und anschließend einer kritischen Würdigung unterzogen,⁵¹² um sodann eine eigene Richtschnur zu entwerfen.

II. Die übrigen Interessengruppen im einzelnen

Nachdem nun die Position des Vorstandes der Zielgesellschaft bestimmt wurde, werden im folgenden alle sonstigen, wesentlichen, im Zuge eines feindlichen Übernahmeangebotes berührten Interessengruppen einzeln unter Herausarbeitung betroffener wirtschaftlicher Interessen dargestellt. Sodann sind die spezifisch im Zuge eines feindlichen Übernahmeangebotes aufeinandertreffenden wirtschaftlichen Interessen der verschiedenen Personengruppen zu werten und zu einem gerechten Ausgleich zu bringen. Dabei wird deutlich werden, ob bzw. inwiefern die einzelnen Gruppeninteressen auch ohne eine gesetzliche Übernahmeregelung (in Form des geltenden WpÜG oder einer evt. weitergehenden Regelung auf europäischer Ebene) bereits hinreichend durch den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Rahmen geschützt sind oder doch spezifisch übernahmerechtliche Schutzdefizite bestehen.

1. Die Sphäre der Zielgesellschaft

a) Die Aktionäre der Zielgesellschaft

Die Aktionäre sind grundsätzlich als Anteilseigner die Eigentümer des Unternehmens, mit dem sie in dem durch die Rechtsordnung gezogenen Rahmen nach Belieben verfahren können.⁵¹³ Dieser Grundsatz darf nie ganz aus den Augen verloren werden, wenn auch in die heutige Unternehmensrechtsordnung die vielfältigen Interessen von Arbeitnehmern, Minderheitsgesellschaftern, Gläubigern, und die Interessen des Gemeinwohls einbezogen worden sind.

⁵⁰⁹ *Sub II.*

⁵¹⁰ Vgl. hierzu KESSLER, AG 1995, 61, und ders., AG 1993, 252 ff., der mit ähnlicher Methode einen Konfliktlösungsmechanismus für den Vorstand zur Auflösung (allgemeiner) Interessenkonflikte in der Aktiengesellschaft diskutiert.

⁵¹¹ *Sub B.II.1.*

⁵¹² *Sub B.II.2.*

⁵¹³ LUTTER in: Rechtsgrundlagen freier Unternehmensewirtschaft, S. 15, 16.

aa) Interessenlage

Die Aktionäre als Kapitaleigner haben grundsätzlich ein Sicherheitsinteresse und ein Erwerbsinteresse, d.h. Interesse am Kapitalerhalt und an der Erzielung einer Rendite.⁵¹⁴ Obwohl sich dem Aktiengesetz keine ausdrückliche Verpflichtung des Vorstandes zur Gewinnerzielung entnehmen läßt, geht auch das Aktiengesetz davon aus, daß die Aktionäre ein Interesse an hohen Ausschüttungen haben.⁵¹⁵

Daneben besteht seitens der Aktionäre aber auch ein Unternehmens- und Betriebsinteresse⁵¹⁶ in Form eines Mitwirkungsinteresses. Dieses Mitwirkungsinteresse wird durch das jedem Aktionär grundsätzlich zustehende Stimmrecht in § 12 AktG garantiert.⁵¹⁷ Aktionäre sind Eigenkapitalgeber und dürfen im Gegensatz zu Fremdkapitalgebern nicht auf feste Erträge hoffen. Sie sind als Überschußberechtigte auf Gewinne angewiesen, deren Verwirklichung von der jeweiligen Unternehmensstrategie und Marktsituation abhängt.⁵¹⁸ Die Stimmrechte sind für die Anteilseigner, was für die Fremdkapitalgeber die Kredit- und Anleihebedingungen sind.⁵¹⁹

Tatsächlich wollen und können in der Aktiengesellschaft auf die Unternehmenspolitik jedoch nur wenige Großaktionäre Einfluß nehmen. Problematisch wird es dann, wenn es solche in einer Aktiengesellschaft nicht gibt. Wie bereits dargestellt, sind dies regelmäßig die gefährdeten Gesellschaften gegenüber einem feindlichen Übernahmeangebot: die Publikumsgesellschaften mit breiter Streuung der Anteile. Die Kleinaktionäre (als typische Adressaten öffentlicher Übernahmeangebote) haben regelmäßig kein Interesse⁵²⁰ und/oder nicht die Kenntnisse und Fähigkeiten, unternehmerische Einzelentscheidungen zu treffen. Für diese steht vielmehr der Ertrag der Aktie, mithin die Dividende und die Kurssteigerung an der Börse im Vordergrund.⁵²¹ Sie sind mehr Kapitalanleger als Mitglieder der Aktiengesellschaft.

bb) Die Auswirkungen eines Übernahmeangebotes auf die Interessen der Aktionäre nach empirischen Erhebungen

Die Aktionäre vertrauen darauf, daß das Management mit dem von ihnen eingelegten Geld sorgfältig und gewinnbringend arbeitet. Sie hoffen ferner, daß die Verwaltung die Gesell-

⁵¹⁴ Das Erwerbsinteresse der Aktionäre wird durch das Aktiengesetz allerdings mit den Vorschriften über die Feststellung des Bilanzgewinns und die Möglichkeit des Vorstandes, die Hälfte des Jahresüberschusses in die Rücklagen einzustellen, zurückgedrängt, KESSLER, AG 1995, 61, 63.

⁵¹⁵ KESSLER, AG 1995, 61, 63 FN 18 m.w.N.

⁵¹⁶ Vgl. hierzu im einzelnen KESSLER, AG 1995, 61, 63 m.w.N.

⁵¹⁷ Das Unternehmens- und Betriebsinteresse der Kapitaleigner ist vom Gesetzgeber als schützenswert erachtet und entsprechend gesetzlich kodifiziert worden. Dem in § 12 AktG normierten Stimmrecht, welches grundsätzlich jedem Aktionär korrespondierend zu seinem Anteilsbesitz zusteht, können weitergehende Wertungen des Aktiengesetzes entnommen werden. Danach darf dieses durch keinerlei Maßnahmen entwertet oder auch nur verwässert werden, KESSLER, AG 1995, 61, 63 m.w.N.

⁵¹⁸ Vgl. hierzu BAUMS/v. RANDOW, AG 1995, 145, 146 m.w.N.

⁵¹⁹ BAUMS/v. RANDOW, AG 1995, 145, 146 f. m.w.N.

⁵²⁰ Der Aufwand zur Stimmausübung und damit Teilnahme an unternehmerischen Entscheidungsprozessen ist für Kleinaktionäre im Verhältnis zur Stimmenmacht relativ hoch. Die Teilnahme an der Hauptversammlung lohnt sich daher kaum.

⁵²¹ LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 17 m.w.N.

schaft nach den Grundsätzen des Shareholder Value leitet. Das bedeutet eine Vermögensverwaltung durch den Vorstand im Interesse der Aktionäre, wonach Gewinne zu erzielen und der Unternehmenswert zu steigern ist, wodurch sich schließlich eine Steigerung des Aktienkurses ergeben soll. Das Protestmittel jedenfalls der Kleinaktionäre ist nicht die Einflußnahme auf das Management, sondern die „Abstimmung mit den Füßen“ indem sie verkaufen und das eingesetzte Kapital gegebenenfalls einem anderen Unternehmen zur Verfügung stellen.⁵²²

Nach empirischen Untersuchungen in den USA führen Übernahmeangebote sowohl beim Bieterunternehmen als auch bei der Zielgesellschaft zu einer Steigerung der Bewertung des Unternehmenswertes bzw. des Kurses der Aktien.⁵²³ Aus betriebswirtschaftlicher Perspektive liegen dem Befund zwei unterschiedliche Erklärungsansätze zugrunde.⁵²⁴ Einerseits wird angenommen, daß sich die Höherbewertung durch vom Kapitalmarkt erwartete Synergieeffekte für die zwei sodann verbundenen Unternehmen ergibt. Andererseits wird versucht, die Preissteigerung der Aktien mittels des Informationsprozesses zu erklären, der im Zuge eines Übernahmeangebotes entsteht. Richtigerweise widersprechen sich beide Thesen nicht.⁵²⁵ Vielmehr scheinen sie sich gegenseitig zu bedingen: Die erwarteten Synergieeffekte müssen schließlich auch erst kommuniziert werden. In der Regel wird der Bieter gerade bei einer nicht konsentierten Übernahme die Vorteile, insbesondere Synergien der Übernahme für beide betroffenen Gesellschaften als zentrale Botschaft an die Aktionäre, sowohl der Bieter als auch der Zielgesellschaft, „verkaufen“.⁵²⁶ Der Bieter muß für den Fall einer erfolgreichen Übernahme einen Mehrwert in Aussicht stellen. Hierzu muß er die immer latent vorhandene Unterstellung verteidigen, wonach im konkreten Fall eins plus eins in der Summe mehr ergibt als zwei. Auf der anderen Seite wird insbesondere die sich verteidigende Verwaltung der Zielgesellschaft ihren Vortrag, daß das konkrete Angebot des Bieters für die Aktionäre nicht vorteilhaft sei, mit der Aufdeckung von stillen Reserven und (vorzeitiger) Preisgabe innovativer Geschäftsstrategien untermauern.

Wird seitens des Bieters der Kauf der Aktien der Zielgesellschaft gegen Zahlung von Geld angeboten (sog. Barangebot), so können die Aktionäre in jedem Falle über dem jeweils aktuellen Börsenkurs verkaufen. Im Falle eines Tauschangebotes, d.h. wenn der Bieter die Aktien der Zielgesellschaft im Tausch gegen Aktien der Bietergesellschaft erwerben möchte, hängt

⁵²² Vgl. LUTTER in: Rechtsgrundlagen freierwilliger Unternehmenswirtschaft, S. 15, 17 m.w.N.

⁵²³ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 185 m.w.N.

⁵²⁴ Siehe hierzu HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 185 f. mit zahlreichen weiteren Nachweisen.

⁵²⁵ Anderer Ansicht jedoch HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 185, die von zwei entgegengesetzten Meinungen sprechen.

⁵²⁶ Daß nach oben erwähnten empirischen Erhebungen auch nach einem gescheitertem Übernahmeversuch die Kurse der beteiligten Gesellschaften auf höherem Niveau bleiben und nicht aufgrund des Ausfalls des Synergiearguments wieder ganz auf das Ausgangsniveau zurückgehen, wird in der Psychologie des Marktes zu ergründen sein. In aller Regel stellt das Scheitern einer angekündigten Übernahme kein so aufsehenerregendes Ereignis dar wie die vorhergehende Bekanntgabe des Vorhabens. Das endgültige Scheitern wird in aller Regel dem Publikum – schon aus Gründen der Publizitätsvorschriften ganz im Gegensatz zur Bekanntgabe – eher häppchenweise serviert. Treten dann nicht besondere Folgen bei einer der beteiligten Gesellschaft hinzu, so fehlt es offenbar an einem plötzlichen, einschneidenden Ereignis, das einen abrupten Kursrückgang auslösen könnte.

ein etwaiger „Gewinn“ für die tauschenden Aktionäre der Zielgesellschaft freilich vom Tauschverhältnis beziehungsweise von der künftigen Entwicklung des Kurses der Bieteraktie ab.

b) Die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft

Die Arbeitnehmer haben ein Interesse am Erhalt ihres Arbeitsplatzes an sich. Daneben haben sie das Interesse an der Bewahrung ihrer konkreten spezifischen Funktion im Unternehmen. Vermittelt die Position des Arbeitnehmers im Unternehmen diesem einen gewissen Einfluß und Macht, so spielt der Machterhalt ebenso eine bedeutende Rolle. Einzelnes hängt freilich entscheidend von der fachlichen Spezialisierung und Hierarchieebene des jeweiligen Arbeitnehmers ab.

aa) Das Management der Zielgesellschaft (unterhalb des Vorstandes)

Arbeitnehmer, die innerhalb der Gesellschaft Führungsverantwortung haben oder deren Position mit einer gewissen Machtfülle ausgestattet ist, sehen sich der Gefahr ausgesetzt, daß sie diesbezüglich Einbußen erfahren. Findet ein Kontrollwechsel auf Gesellschaftsebene statt, so besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, daß sich der Wechsel der bestimmenden Gesellschafter über einen Wechsel in den Organen, insbesondere des Vorstandes, auch auf die Führungspositionen unterhalb des Vorstandes durchschlägt. Dabei darf man davon ausgehen, daß diese Gefahr um so größer ist, je bedeutender die einzelne Position innerhalb der Gesellschaft ist. Auf niederen Hierarchieebenen schwächt sich dieses Moment immer mehr ab.

Die Gefahr schwindenden Einflusses einzelner Positionen innerhalb der Gesellschaft hat einen weiteren Grund in den intendierten Synergieeffekten, wenn auf Bieterseite eine Gesellschaft steht, bei der sich organisatorische oder strukturelle Überschneidungen mit der Zielgesellschaft finden. Solche Überschneidungen (z.B. in den zentralen Verwaltungsbereichen wie Personalabteilung, Controlling, Marketing) führen regelmäßig auch in den Führungsebenen zu personellen Überbesetzungen, die tendenziell zu Lasten des Managements der Zielgesellschaft aufgelöst werden.

bb) Die sonstigen Mitarbeiter des Unternehmens

Für die Angestellten der Zielgesellschaft, die keine oder jedenfalls weniger bedeutsame Führungspositionen bekleiden, steht der Erhalt eines Arbeitsplatzes innerhalb der Gesellschaft im Vordergrund. Im Zuge der Realisierung der erhofften Synergieeffekte stehen freilich auch durch Überschneidungen in einzelnen Unternehmensbereichen die Arbeitsplätze auf unteren und untersten Hierarchieebenen zur Disposition. Wenn darüber hinaus Rationalisierungsmaßnahmen stattfinden, so hat dies nicht seine spezifische Ursache in der Übernahme an sich. Entsprechende Maßnahmen können vielmehr auch im Rahmen einer (notwendig gewordenen) Sanierungsmaßnahme stattfinden und haben keine spezifische Ursache in der Übernahme der Gesellschaft.

c) Der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

Der Aufsichtsrat hat insofern teil an der Leitungsaufgabe des Vorstandes, als dies Bestandteil der präventiven Überwachung ist und er durch die Beratung mit dem Vorstand auf die künftige Geschäftspolitik Einfluß nimmt.⁵²⁷ Die Interessen der Mitglieder des Aufsichtsrates sind jedoch von einer Kontrollübernahme nicht in der Form betroffen wie die Mitglieder des Vorstandes. Entsprechend seiner Funktion als Überwachungsorgan (§ 111 I AktG) und dadurch, daß der Aufsichtsrat ausdrücklich von der Geschäftsführung ausgeschlossen ist (§ 111 IV 1 AktG), steht die Frage des Machterhaltes für die einzelnen Aufsichtsratsmitglieder in der Regel nicht im Vordergrund. Auch sind die Bezüge der Aufsichtsratsmitglieder in der Praxis relativ niedrig.⁵²⁸ Regelmäßig werden – jedenfalls auf der Anteilseignerseite – die Aufsichtsratsmandate „im Nebenamt“ ausgeübt, während gleichzeitig im Hauptamt ein Vorstandsamt einer anderen Aktiengesellschaft bekleidet wird.⁵²⁹ Daneben sind Mehrfachmandate in verschiedenen Gesellschaften keine Seltenheit.⁵³⁰ Freilich wird grundsätzlich das einzelne Aufsichtsratsmitglied eine gewisse Neigung zur Beibehaltung der bisherigen personellen Besetzung des Aufsichtsrates haben. In Einzelfällen mag hierbei der verletzte Stolz des Mandatsträgers durch eine (vorzeitige) Ablösung vom Amt des Aufsichtsrates Gewicht haben. Insgesamt ist die Gefahr der Überlagerung der Gesellschaftsinteressen mit dem persönlichen Interesse am Machterhalt aber eher als gering einzuschätzen.⁵³¹

Auf Seiten der Arbeitnehmervertreter werden in die Aufsichtsräte neben Personalvertretern auch Gewerkschaftsfunktionäre gewählt, die allgemeinpoltische Interessen vertreten.⁵³² Dadurch dürfte besonders bei Unternehmensübernahmen wegen der großen Außenwirkung die Gefahr bestehen, daß unternehmensinterne Vorgänge auf eine politische Ebene gehoben werden. Jedoch handelt es sich dabei um ein allgemeines Problem, das keine spezifische Berücksichtigung bei der Interessenabwägung und Mißbrauchskontrolle im Rahmen von *feindlichen* Übernahmeangeboten finden sollte.

⁵²⁷ HÜFFER, § 111 RN 5.

⁵²⁸ HÜFFER, § 113 RN 4. LUTTER, AG 1994, 176, 177 spricht von durchschnittlich 15.000 DM jährlich; vgl. hierzu auch GÖTZ, AG 1995, 337, 351.

⁵²⁹ Vgl. POTTHOFF/TRESCHER, Das Aufsichtsratsmitglied, S. 105. Vgl. hierzu den Vorschlag von LUTTER, AG 1994, 176, 177 zur Heranbildung und Förderung von professionellen „hauptberuflichen“ Aufsichtsräten.

⁵³⁰ Gemäß § 100 II Nr. 1 AktG darf eine Person bis zu 10 Aufsichtsratsmandate bekleiden.

⁵³¹ Die gegebenenfalls aus Mehrfachmandaten der Organmitglieder resultierende Gefahr der Verquickung der Gesellschaftsinteressen mit Interessen anderer Unternehmen tritt nicht speziell bei (feindlichen) Übernahmen auf. Die Frage ist genereller Natur und muß gegebenenfalls grundsätzlich überdacht werden. Zur Diskussion über die zulässige Höchstzahl an Aufsichtsratsmandaten einer Person siehe HÜFFER, § 100 RN 3 m.w.N.; Zu Interessenkonflikten von Bankvertretern in Aufsichtsräten bei (geplanten) Unternehmensübernahmen siehe, HEERMANN, WM 1997, 1689 ff.; zu allgemeinen Interessenkollisionen von Aufsichtsratsmitgliedern, GÖTZ, AG 1995, 337, 346.

⁵³² Vgl. hierzu ROLAND BERGER im Interview der SZ v. 8.12.1999, S. 30.

d) Die Gläubiger der Zielgesellschaft

Als Gläubiger kommen (ständige) Geschäftspartner, die Forderungen gegenüber der Gesellschaft haben, und sonstige Gläubiger, die der Gesellschaft Fremdkapital zur Verfügung gestellt haben, in Betracht. Die Gläubiger haben ein Sicherheitsinteresse und damit zusammenhängend freilich auch ein Erwerbsinteresse, welches sich in dem Wunsch nach maximaler Verzinsung ihrer „Einlage“ ausdrückt. Durch einen Kontrollwechsel bei der Gesellschaft kann das Sicherheitsinteresse der Gläubiger berührt sein.

Die Sicherheit der dem Unternehmen (als Kapitalgesellschaft) zur Verfügung gestellten Geldmittel wird jedoch durch das Gesetz in den §§ 57, 62 I und 71 AktG gewährleistet (Grundsatz der Kapitalerhaltung).⁵³³ Ein darüber hinausgehendes spezielles Schutzbedürfnis besteht anlässlich einer feindlichen Übernahme für die Gläubiger nicht. Insbesondere kommt es nicht darauf an, wer die Kontrollmehrheit der Gesellschaftsanteile hält, weil jede Leistung der Aktiengesellschaft, die wegen der Mitgliedschaft aller oder einzelner Aktionäre erbracht wird, verboten ist (Verbot der Einlagenrückgewähr).⁵³⁴

2. Die Bietersphäre

a) Die Handlungsorgane der Bietergesellschaft

Die Handlungsorgane, insbesondere die Leitungsorgane der Bietergesellschaft, haben regelmäßig ein Interesse an der möglichst frühzeitigen Kontrolle der gesamten Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft. Jedenfalls im Falle einer nicht mit der Verwaltung der Zielgesellschaft konsentierten Übernahme besteht somit ein Interesse am Austausch der gegenwärtigen Mitglieder des Leitungsorgans durch Personen ihres Vertrauens. Letztlich sollen so die unternehmerischen Ziele der Verwaltung der Bietergesellschaft auch in der Zielgesellschaft verwirklicht werden.⁵³⁵

b) Die Aktionäre der Bietergesellschaft⁵³⁶

Es wird allgemein angenommen,⁵³⁷ das Interesse der Aktionäre der Bietergesellschaft liege in einer erwarteten Höherbewertung der Aktie und in einer erhöhten Ertragserwartung für die Gesellschaft nach erfolgreicher Übernahme der Zielgesellschaft (Erwerbsinteresse der Kapi-

⁵³³ Vgl. KESSLER, AG 1995, 61, 64.

⁵³⁴ Außer die Leistung erfolgt aus Bilanzgewinn oder ist ausnahmsweise gesetzlich zugelassen; ganz h.M., vgl. HÜFFER, § 57 RN 2 m.w.N.

⁵³⁵ Vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 186 m.w.N. zu den Motiven für Übernahmeangebote.

⁵³⁶ Für die Fälle, in denen auf Bieterseite auch eine Aktiengesellschaft steht. In fast allen Fällen der Praxis (sowohl in den USA und Großbritannien als auch in Deutschland) erfolgte bislang die Übernahme durch eine Aktiengesellschaft, was aber nicht zwingend ist.

⁵³⁷ Siehe nur HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 186 m.w.N.

talangler). Darüber hinaus wünschen sich die Aktionäre als Eigner der Bietergesellschaft proportional zur jeweiligen Übernahme der Anteile an der Zielgesellschaft anteilige Teilhabe an der Leitungsmacht durch die von ihnen ausgewählten Treuhänder, also die Handlungsorgane bzw. Leitungsorgane der Bietergesellschaft. Für den Fall der Übernahme einer Kapitalmehrheit bedeutet dies die Ausübung der Kontrolle über die Zielgesellschaft durch das Leitungsorgan der Bietergesellschaft (Betriebsinteresse in Form eines Mitwirkungsinteresses).

c) Die Arbeitnehmer und Gläubiger der Bietergesellschaft

Sowohl bei den Gläubigern als auch bei den Arbeitnehmern der Bietergesellschaft werden keine *spezifischen* Interessen durch die feindliche Übernahme einer anderen Gesellschaft berührt. Für diese Interessengruppen bleibt wertneutral, ob die Übernahme im Einvernehmen mit dem Leitungsorgan der Zielgesellschaft erfolgen soll oder nicht, weil sich die Innehabung der Leitungsmacht über das Vermögen der Bietergesellschaft und die Arbeitnehmerschaft mit der Kontrollübernahme eines anderen Unternehmens nicht (ohne den Willen des Leitungsorgans der Bietergesellschaft) verändert.

d) Zusammenfassung

Die Interessen der Aktionäre der Bietergesellschaft decken sich mit denen deren Handlungsorgane, insbesondere des Leitungsorgans. Ein spezifisches Spannungsfeld entsteht im Rahmen einer feindlichen Übernahme zwischen diesen nicht.

Sonstige Interessengruppen werden auf Bieterseite nicht berührt. Insbesondere sind die Interessen der Arbeitnehmer und der Gläubiger des Bieters nicht durch die ausbleibende Konsentierung mit der Verwaltung der Zielgesellschaft berührt.

Insofern kann man auf Bieterseite immer von dem Bieter als einer einheitlichen Interessengruppe sprechen, gleich ob es sich bei dem Bieter um eine natürliche Person oder um eine Kapitalgesellschaft, insbesondere eine Aktiengesellschaft handelt.⁵³⁸

3. Öffentliche Interessen

Einem feindlichen Kontrollwechsel einer deutschen Zielgesellschaft kann das Interesse des Staates, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat, aus verschiedenen Gründen entgegenstehen. Wenn mit der Übernahme der Wechsel der Kontrolle in ausländische Hände verbunden ist, können insbesondere im Falle einer späteren Sitzverlagerung ins Ausland Nachteile für die „öffentliche Hand“ in steuerlicher Hinsicht, aber auch unter Gesichtspunkten der Volkswirtschaft durch ausbleibende Innovationen im Inland und Schwächung des Bruttosozialproduktes, auftreten.

⁵³⁸ Die Interessen einer Kapitalgesellschaft werden durch deren (Leitungs-) Organe wahrgenommen.

Bei Übernahmen in bestimmten Branchen, etwa im Bereich der Volksversorgung (Energieversorgung, Telekommunikation) oder Rüstungsindustrie können auch Aspekte der nationalen Sicherheit relevant werden.

Weil jedoch der Sitzstaat nach der gegenwärtigen Wirtschaftsordnung, insbesondere nach dem Regime des Aktiengesetzes, keine Möglichkeit der Einflußnahme auf die Unternehmenspolitik der Verwaltung der Aktiengesellschaft hat, sind diese Interessen allesamt gleichermaßen im Falle einer feindlichen als auch einer freundlichen, d.h. mit dem Leitungsorgan der Zielgesellschaft konsentierten, Übernahme einer deutschen Zielgesellschaft berührt.

Die Interessen der Öffentlichen Hand bedürfen daher im Umfeld einer *feindlichen* Übernahme keiner besonderen Berücksichtigung.

III. Zusammenfassung des Konfliktes

In der Sphäre des Bieters lassen sich alle spezifisch betroffenen Interessen zusammenfassen und werden vom Bieter als natürliche Person oder im Falle einer Bietergesellschaft von deren Leitungsorgan wahrgenommen. Der Bieter will eine möglichst ungehinderte Fungibilität der Stimmrechtsanteile und schnellstmögliche Kontrollerlangung in der Zielgesellschaft.

Interessen der Öffentlichen Hand werden von einer *feindlichen* Übernahme nicht spezifisch berührt.

Auf Seiten der Zielgesellschaft sind im Falle einer feindlichen Übernahme die Arbeitnehmer, die Gläubiger, die Aktionäre, der Aufsichtsrat sowie der Vorstand der Zielgesellschaft betroffen. Die Gläubiger sind allerdings hinreichend geschützt durch die allgemeinen Vorschriften der Kapitalerhaltung.

Im typischen Szenario einer feindlichen Übernahme sind die Aktien der Zielgesellschaft breit gestreut, d.h. auf eine Vielzahl kleiner Aktionäre verteilt. Diese haben in der Regel vor allem das Interesse eines Kapitalanlegers auf Rendite und Kurssteigerung. Öffentliche Übernahmeangebote versprechen nach empirischen Erhebungen Kursgewinne. Insgesamt weniger bedeutsam für die Aktionäre ist daneben das Recht auf Ausübung ihres Betriebsinteresses in Form der Mitwirkung an Unternehmensentscheidungen. Typische Kleinanleger sind mehr Kapitalanleger als Mitglieder in der Aktiengesellschaft.

Mittels präventiver Überwachung des Vorstandes nimmt der Aufsichtsrat an der Leitung der Gesellschaft beratend teil und hat dabei die Wahrung des Gesellschaftsinteresses durch den Vorstand zu gewährleisten. Persönliche, damit kollidierende Interessen des Aufsichtsrates sind dabei zu vernachlässigen.⁵³⁹

⁵³⁹ Der Aufsichtsrat ist insoweit betroffen, als deren Mitglieder einen Amtsverlust zu besorgen haben. Das hiergegenstehende Interesse am Machterhalt ist bei Aufsichtsräten wegen der Ausgestaltung des Amtes als Nebenamt in der Regel gering und kann im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmeangeboten vernachlässigt werden. Darüber hinaus gehende Interessenkonflikte beim Aufsichtsrat – etwa bedingt durch personelle Verflechtungen und enge Verbindungen zum eigenen Vorstand – sind nicht Ausdruck originärer Inter-

Auf Seiten der Zielgesellschaft ist es der Vorstand, der die verschiedenen schutzbedürftigen Interessen gegenüber der Bieterseite zu wahren hat. Es obliegt dem Vorstand, sich im Rahmen der Wahrung des Gesellschaftsinteresses an den Zielen und Interessen der einzelnen Gruppen (Stakeholder) zu orientieren und ihnen gegebenenfalls entsprechend der finanziellen Möglichkeiten und im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben mit einer optimalen Unternehmenspolitik Rechnung zu tragen.⁵⁴⁰ Dazu gehört auch die Berücksichtigung des Arbeitnehmerinteresses auf Existenzsicherung. Das Interesse am Machterhalt der Mitarbeiter wird er im Rahmen seiner unternehmerischen Entscheidungen und Maximierung der Kontinuität seiner Unternehmenspolitik sichern.

Als Gesamtergebnis läßt sich festhalten: Auf Bieterseite werden alle etwaigen Partikularinteressen gebündelt und sind im Falle einer *Bietergesellschaft* nach außen durch deren Leitungsorgan zu vertreten. Im Spannungsfeld einer feindlichen Übernahme bleiben daher als Akteure nur der Vorstand der Zielgesellschaft, die Aktionäre der Zielgesellschaft sowie der Bieter. Auf Ebene dieser Parteien sind sämtliche beteiligten konfligierenden Interessen in Einklang zu bringen.

Die Tatsache, daß der Vorstand der Zielgesellschaft die Instanz zur stellvertretenden, zentralisierten Wahrnehmung anderer unmittelbar und mittelbar vom Angebot Betroffener ist und gleichzeitig ein eigenes Interesse zur Sicherung der eigenen Position hat, wirft die Probleme der Interessenkollision und des Machtmißbrauches beim Vorstand der Zielgesellschaft auf.⁵⁴¹

B. Auflösung des Interessenkonfliktes

Um die Interessenkonflikte zwischen dem Vorstand und den Aktionären der Zielgesellschaft sowie dem Bieter aufzulösen, kommt die Verpflichtung des Vorstandes zur umfassenden Information der Aktionäre, sowie die Pflicht zur Neutralität, d.h. ein Verbot der Einflußnahme auf einen potentiellen Kontrollwechsel in Betracht.

Die Informationspflicht ist Ausfluß der Tatsache, daß der Vorstand die höchste Informationsdichte hinsichtlich der Gesellschaftsbelange hat und die Aktionäre als zur Entscheidung über das Übernahmeangebot Berufene auf den Informationsfluß des Vorstandes angewiesen sind.

Mit der Neutralitätspflicht soll den Gefahren eines etwaigen Machtmißbrauches gegenüber den Aktionären begegnet werden. Gleichzeitig fördert die Neutralitätspflicht die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes („Der Acker wandert zum besseren Wirt“)⁵⁴² und dient damit dem Interesse des Bieters zur größtmöglichen Fungibilität der Stimmrechtsanteile.

essen des Aufsichtsrates sondern Folge der gesetzlichen und faktischen Ausgestaltung des Aufsichtsratssystems und sind daher an dieser Stelle nicht zu berücksichtigen.

⁵⁴⁰ KESSLER, AG 1995, 61, 62.

⁵⁴¹ Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 112.

⁵⁴² Vgl. hierzu UTZIG, Die Bank 1997, 430 ff. („Feindliche Übernahmen – der Acker wandert zum besseren Wirt“).

I. Informationspflicht

Im Falle eines konkreten Übernahmeangebots ist unbestritten, daß der Vorstand der Zielgesellschaft die Pflicht hat, seine Aktionäre umfassend zu informieren und eine Stellungnahme aus Sicht der Verwaltung abzugeben. Die Pflicht zur Information läßt sich nach (gegenwärtig) geltendem Gesellschaftsrecht⁵⁴³ aus den aus § 76 AktG folgenden Verantwortlichkeiten und der Sorgfaltspflicht des Vorstandes ableiten.⁵⁴⁴ Damit soll der typischen Informationsasymmetrie zwischen dem professionell vorbereiteten Bieter einerseits und dem Aktionär der Zielgesellschaft als bloßem – in der Regel unbedarftem – Kapitalanleger andererseits entgegengetreten werden.⁵⁴⁵ Nur der Vorstand verfügt kraft seiner Tätigkeit und Funktion originär über die Kenntnisse der genauen Situation des Unternehmens und dessen Stellung im Wettbewerb.

Der Vorstandsbericht muß, seinem Zweck entsprechend, mit der erforderlichen Sorgfalt wahrheitsgetreu, objektiv und vollständig erstellt werden.⁵⁴⁶ Die Objektivität gebietet es, daß die Interessen des Unternehmens (und damit die Interessen der Aktionäre in ihrer Gesamtheit) und die Mitarbeiterinteressen für die Berichterstattung und Stellungnahme des Vorstandes leitend sind.⁵⁴⁷ Die Interessen einzelner Aktionäre oder Aktionärsgruppen müssen außer Betracht bleiben. Selbstverständlich gilt dies ebenso für persönliche Interessen der Vorstandsmitglieder im Verhältnis zur Gesellschaft.⁵⁴⁸

Gleichwohl hat der Vorstand eine *eigene Stellungnahme* abzugeben, die sich nicht auf die bloße Wiedergabe objektiver Fakten reduzieren darf. Vielmehr hat er nach gewissenhafter Abwägung sämtlicher relevanter Aspekte und unter Offenlegung seiner leitenden Erwägungen seine *subjektive* Sicht der Dinge wiederzugeben. Es muß erkennbar sein, durch welche Erwägungen und zugrunde liegenden Tatsachen sich der Vorstand bei seiner subjektiven Empfehlung hat leiten lassen. Damit soll den Aktionären eine Entscheidungsgrundlage geliefert werden, die eben auch berücksichtigt, welche der Handlungsalternativen der Vorstand als treuhänderischer Verwalter der Gesellschaft seinen Aktionären empfiehlt: Annahme des Angebots des Bieters oder „Nichtannahme“.⁵⁴⁹ Dementsprechend müssen die gegenüber den

⁵⁴³ Die Pflicht zur Stellungnahme war im wesentlichen so auch im Übernahmekodex und ist nun im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vorgesehen, vgl. hierzu oben § 2 D. I. Die dargestellte Informationspflicht ergibt sich aber bereits nach geltendem Gesellschaftsrecht.

⁵⁴⁴ ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 104, 105.

⁵⁴⁵ Vgl. MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 26.

⁵⁴⁶ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 686 (FN 11) mit vergleichendem Hinweis auf den City Code of Takeovers and Mergers (Section I, Rule 23.1): „Each document or advertisement issued to shareholders in connection with an offer must, as in the case with prospectus, satisfy the highest standards of accuracy and the information contained therein must be adequately and fairly presented.“

⁵⁴⁷ So auch das WpÜG in § 27 I Nrn. 2 und 3, wonach der Vorstand zu den voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft sowie den vom Bieter verfolgten Zielen Stellung zu beziehen hat.

⁵⁴⁸ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 686 f.

⁵⁴⁹ Die Aktionäre müssen das Angebot freilich nicht ausdrücklich ablehnen, falls sie es nicht annehmen möchten; vgl. ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 105.

Aktionären aufbereiteten Informationen eine hinreichende, sachgerechte Grundlage unter Abwägung aller sachlichen Vor- und Nachteile für die anstehende Entscheidung bieten.⁵⁵⁰

Für die Aktionäre sind vor allem unter Renditegesichtspunkten der prognostizierte Kursverlauf und die künftige Gewinnerwirtschaftung und Gewinnausschüttung (Dividende) von Interesse. Es geht dabei letztlich um die Frage, ob der Bieter dem bisherigen Aktionär mit seinem Kaufangebot für die Unternehmensbeteiligung zu dem konkreten Preis ein ökonomisch sinnvolles Geschäft anträgt oder nicht.⁵⁵¹ Ökonomisch sinnvoll kann dieses Geschäft nur dann sein, wenn nach einem objektiven Vergleich des Verkaufes einerseits mit dem (Be-)Halten des Wertes andererseits der verkaufende Aktionär einen – mindestens subjektiven – Mehrwert erzielt. Diesbezüglich kann der Vorstand vor allem mit aktuellen Aussagen über die künftige Gewinnerwartung für die beiden alternativen Szenarien beitragen.⁵⁵² Diese dürfen natürlich nicht ins Blaue hinein getroffen werden, sondern müssen auf Basis konkreter Fakten und Annahmen erfolgen, die in nachvollziehbarer Weise im Bericht aufzuführen sind.⁵⁵³

Schließlich muß den Aktionären gegenüber der Bericht so rechtzeitig erstattet werden, daß diese – unter Einberechnung einer angemessenen Bedenkzeit – über die Annahme des Angebotes entscheiden können.⁵⁵⁴ Ein Ausfluß des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes gemäß § 53a AktG ist das Verbot einer (zeitlich und inhaltlich) asymmetrischen Information der verschiedenen Aktionäre oder Aktionärsgruppen.⁵⁵⁵

⁵⁵⁰ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 687.

⁵⁵¹ Vgl. hierzu § 27 I Nr. 1 WpÜG, wonach der Vorstand in seiner Stellungnahme insbesondere auf die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung einzugehen hat.

⁵⁵² RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 687 mit Hinweis auf einen eigenen entsprechenden Abschnitt im City Code of Takeovers and Mergers (Section K. Profit Forecasts).

⁵⁵³ Inhaltlich sind die Gewinnprognosen in konservativer Weise, d.h. mit kaufmännischer Vorsicht, abzufassen. Plausibel ist in diesem Zusammenhang der Vorschlag von RÜMKER (in FS Heinsius, S. 683, 687), die Sorgfaltspflicht des Vorstandes – bezüglich Gewinnprognosen in der Stellungnahme – dahingehend zu konkretisieren, daß man die Grundsätze der Prospekthaftung heranzieht, womit man der Gefahr zu optimistischer Aussagen seitens des Vorstandes begegnen kann. Bei der börsengesetzlichen Prospekthaftung haften die Emittenten und die Emissionsbegleiter für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Prospektangaben. Eine Unrichtigkeit ist insbesondere dann gegeben, wenn die im Prospekt wiedergegebenen Tatsachen, Werturteile und Prognosen ein nicht wahrheitsgetreues, nicht vollständiges oder nicht realistisches Gesamtbild des Emittenten, seiner Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätsslage abgeben, GROSS, Kapitalmarktrecht, §§ 45, 46 BörsG RN 27 mit Rechtsprechungshinweisen.

⁵⁵⁴ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 687 mit Hinweis auf die Verankerung eines entsprechenden Erfordernisses im City Code of Takeovers and Mergers (Section I, Rule 23.2). Vgl. hierzu § 27 III 1 WpÜG, wonach die Stellungnahme des Vorstandes unverzüglich nach Übermittlung der Angebotsunterlage durch den Bieter zu erfolgen hat.

⁵⁵⁵ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 688 mit Hinweis auf eine entsprechende Regelung in den General Principles des City Code of Takeovers and Mergers (B1 no. 2).

II. Neutralitätspflicht⁵⁵⁶

1. Bisheriger Meinungsstand

Nach bislang herrschender Ansicht in der Literatur muß die Annahme eines öffentlichen Angebotes die alleinige Entscheidung der Aktionäre bleiben.⁵⁵⁷ Der Vorstand der Zielgesellschaft hat danach in erster Linie dafür Sorge zu tragen, daß die Aktionäre eine ausreichende Entscheidungsgrundlage hierfür haben. Darüber hinaus soll für den Vorstand der Zielgesellschaft eine Neutralitätspflicht gelten.⁵⁵⁸ In der Literatur finden sich nur vereinzelt Stimmen, die sich gegen eine Neutralitätspflicht aussprechend. Entschiedene Befürworter der Handlungsfreiheit des Vorstandes der Zielgesellschaft sind etwa *Werner*⁵⁵⁹ und jüngst auch *Kirchner*.⁵⁶⁰

a) Grundsatz

Als Begründung für eine Neutralitätspflicht werden § 53a AktG, der kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz, die Funktion des Vorstandes als Fremdinteressenwahrer und die Unzulässigkeit eines Eingriffs in den Markt für Unternehmenskontrolle angeführt.⁵⁶¹ Nach der herrschenden Meinung im Schrifttum gilt die Neutralitätspflicht jedoch zuvorderst als Ausfluß der generell in § 76 I AktG umrissenen Aufgaben des Vorstandes, wonach dieser weder das Recht noch die Pflicht habe, auf die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre Einfluß zu nehmen.⁵⁶² Sie wird als unmittelbare Folge seiner Treuhänderfunktion verstanden, die ihn dazu verpflichtet, im Falle etwaiger Interessenkollisionen, die Interessen der Gesellschaft zu bevorzugen. Angewandt auf den Fall eines feindlichen Übernahmeangebotes bedeutet dies folgendes: Der mangelnde Konsens des Bieters mit dem Vorstand der Zielgesellschaft darf auf dessen Verhalten in seiner Funktion als treuhänderisches Leitungsorgan der Zielgesell-

⁵⁵⁶ Zum Begriff der Neutralitätspflicht siehe bereits oben *sub § 1.B.V.*

⁵⁵⁷ Siehe etwa WEISNER, ZRP 2000, 520, 521; ADAMS, AG 1990, 243, 245; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 112 ff.; EBENROTH/DAUM, DB 1991, 1157, 1158; HOPT, ZGR 1993, 534, 548 ff.; HOPT, ZHR 1997, 368, 391; KESSLER, AG 1995, 120, 130; MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 26; RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 688 ff.; KRAUSE, WM 1996, 845, 851; KRAUSE AG 2000, 217, 218; MICHALSKI, AG 1997, 152, 159; MÜLBERT, IStR 1999, 83, 87 ff.; sowie bereits MESTMÄCKER, BB 1961, 945, 946.

⁵⁵⁸ Vgl. etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 102.

⁵⁵⁹ WERNER, Probleme feindlicher Übernahmeangebote, S. 16 f.; siehe hierzu noch unten (*sub 2.*). Etwas zurückhaltender aber mit dieser Tendenz MARTENS in FS Beusch, 1993, S. 195, 210 f., und ihm zustimmend BUNGERT, ZHR 1995, 261, 267 sowie NJW 1998, 488, 492; MÜLLER in FS Semler, 1993, S. 529, 543.

⁵⁶⁰ KIRCHNER, WM 2000, 1821, 1824 ff.

⁵⁶¹ KRAUSE, AG 2000, 217, 218. Zu diesen Argumenten siehe sogleich *sub 2.*

⁵⁶² Vgl. nur MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 26; EBENROTH/DAUM, DB 1991, 1157, 1158 f.; HOPT, ZGR 1993, 534, 535 ff.; MICHALSKI, AG 1997, 152, 159; RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 690; WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 196 ff.; WIESNER in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, § 19 RN 21.

schaft, (spätestens) ab dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Übernahmeangebotes, keinen Einfluß haben. Grundsätzlich ist der Vorstand mithin weder verpflichtet noch berechtigt, ein solches Übernahmeangebot (final) zu vereiteln.⁵⁶³ Dies wird darauf zurückgeführt, daß auch ein feindliches Übernahmeangebot im objektiven Interesse der Zielgesellschaft liegen kann. Insbesondere können damit Vorteile verbunden sein, die auch konsentrierte Übernahmen versprechen, wie Synergieeffekte oder strategische Vorteile.

An sich hat der Vorstand nach deutschem Aktienrecht hinsichtlich des Abschlusses auch außergewöhnlicher Geschäfte, im Rahmen pflichtgemäßen Ermessens, über das ob und wann und zu welchem Zweck, frei zu entscheiden.⁵⁶⁴ Ab dem Zeitpunkt der Bekanntgabe eines (unerwünschten) Übernahmeangebotes wird jedoch für den Vorstand aus seiner treuhänderischen Loyalitätspflicht das Verbot des Abschlusses außergewöhnlicher Geschäfte abgeleitet. Nur so könne der Gefahr vorgebeugt werden, daß er Gesellschaftsmittel zur Wahrung der eigenen Position als Vorstand mißbraucht.⁵⁶⁵

Weil die Leitungskompetenz des Vorstandes ihre absolute Grenze in der Verfolgung von Unternehmensinteressen hat, werde die Leitungsbefugnis des Vorstands durch Eingriffe in „diejenigen Investitions-, Desinvestitions- und Strukturentscheidungen, die das Gesetz in die Kompetenz der Aktionäre als der Eigentümer des Unternehmens stellt“, überschritten.⁵⁶⁶ Zu diesen Entscheidungen zähle auch der Verkauf der Anteilsrechte durch die Annahme eines (feindlichen) Übernahmeangebots. Andernfalls könne der Vorstand Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nehmen, insbesondere etwaige Verkaufsabsichten der Aktionäre vereiteln und sich somit gar zum „Aktionärsherrn“ aufschwingen.⁵⁶⁷

b) Reichweite der Neutralitätspflicht

aa) Totale Enthaltung

Hinsichtlich der Grenzen des spezifischen Neutralitätsgebotes und etwaiger Ausnahmen besteht in der Literatur keine Einigkeit. So wird einerseits vertreten, daß sich der Vorstand jeglicher Vereitelungsbemühungen von – aus seiner Sicht – unerwünscht abgegebenen Übernahmeangeboten zu enthalten habe.⁵⁶⁸ Ausgenommen sein sollen lediglich Meinungsäußerungen im Rahmen einer rechtmäßigen (Pflicht-)Stellungnahme und Maßnahmen, die von der

⁵⁶³ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 688.

⁵⁶⁴ Vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 692.

⁵⁶⁵ Siehe etwa RÜMKER in FS Heinsius, S. 692.

⁵⁶⁶ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 24.

⁵⁶⁷ ADAMS, AG 1990, 243, 245; WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 202.

⁵⁶⁸ So etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 114; zustimmend WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 203 ff.; EBENROTH/DAUM, DB 1991, 1157, 1158; ADAMS, AG 1990, 243, 244, 245.

Zustimmung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft getragen sind.⁵⁶⁹ Für eine strikte Neutralitätspflicht werden verschiedenste Begründungen angeführt:

So müsse für Entscheidungen von so großer ökonomischer und unternehmenspolitischer Bedeutung zur Wahrung größtmöglicher Rechtssicherheit ein *ausnahmsloses* Neutralitätsgebot gelten.⁵⁷⁰ Nur dann sei – unter Vermeidung von Abgrenzungsproblemen – eine bestmögliche Wahrung der Autonomie der Aktionäre bezüglich der Zusammensetzung des Aktionärskreises gewährleistet.

Rechtsmethodisch zweifelhaft ist die Argumentation mit der aktienrechtlichen Unzulässigkeit konkreter Einzelmaßnahmen.⁵⁷¹ Nur weil konkrete, in Betracht kommende Maßnahmen wie etwa der Rückerwerb eigener Aktien, zur Abwehr unerwünschter Kontrollübernahmen unzulässig sind, kann nicht von einer grundsätzlichen Absicht des Gesetzgebers zur Verpflichtung des Vorstandes der Zielgesellschaft zur Neutralität ausgegangen werden. Von der Unzulässigkeit einer einzelnen Maßnahme kann nicht auf eine generelle Neutralitätspflicht geschlossen werden. Im Gegenteil: Einer Begrenzung der Leitungsmacht des Vorstandes durch eine Neutralitätspflicht bedarf es um so weniger, als ein Machtmißbrauch mangels geeigneter, rechtlich zulässiger Maßnahmen unmöglich ist.

Die Befürworter einer totalen Neutralitätspflicht wollen eine Einflußnahme auf die Kontrollübernahme in der Zielgesellschaft auch nicht durch eine drohende Schädigung oder Auflösung der Zielgesellschaft rechtfertigen. Hingewiesen wird auf die Entscheidung des BGH „Linotype“⁵⁷², wonach eine etwaige Liquidierung der Gesellschaft ausschließlich der Autonomie der Hauptversammlung unterliege, weil ein entsprechender Beschluß der Hauptversammlung nicht justitiabel sei und seine Rechtfertigung in sich trage. Schließlich seien auch wettbewerbsrechtliche Kontrollfunktionen nicht Gegenstand der Vorstandspflichten und der Gefahr sozial schädlicher Umverteilung von Vermögen sei durch den dezentralen Interessenschutz mit Hilfe des Arbeits-, Sozial- und Kartellrechts zu begegnen.⁵⁷³

Auch müsse und könne eine etwaige Belastung des Vermögens der Zielgesellschaft im Rahmen eines fremdfinanzierten Übernahmeangebotes (leveraged buy out) mit den Mitteln des Aktiengesetzes (§§ 93 III, V, 116 AktG i.V.m. §§ 93; 117, 311, 317 AktG) sanktioniert werden.⁵⁷⁴

Adams schließlich argumentiert mit der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle, die eine unverzichtbare Disziplinierung für das Management bereithalte. Mit der Kompetenz zur Abwehr feindlicher Übernahmeangebote wandle sich der Vorstand vom Die-

⁵⁶⁹ WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 203; dem entspricht auch die Haltung des City Code of Takeovers and Mergers (Rule 21); ebenso der Richtlinienentwurf der EG-Kommission in der Fassung vom 14.9.1990, vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 689, 691.

⁵⁷⁰ WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 204.

⁵⁷¹ So jedoch RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 691 vor dem Hintergrund der Regelung in § 71 I Nr. 1 AktG.

⁵⁷² BGHZ 103, 184, 192.

⁵⁷³ WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 205; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 1, 113.

ner zum Herrn der Gesellschaftseigentümer.⁵⁷⁵ Nicht erfaßte, verbleibende Extremfälle potentieller Schädigungsabsicht sollten mit Hilfe des § 826 BGB abgefangen werden.

bb) Ausnahmen bei Gefahr der Schädigung der Gesellschaft

Von anderer Seite wird sehr wohl Raum für Ausnahmen von diesem Neutralitätsgebot gesehen. Insbesondere in Fallgruppen, in denen berechtigterweise die Gefahr zu besorgen ist, daß der konkrete Beteiligungserwerber das Unternehmen durch Maßnahmen schädigt, die nicht in den Bereich von – den Aktionären zustehenden – Umstrukturierungs- und Desinvestitionsentscheidungen fallen, soll der Vorstand nicht nur das Recht, sondern vielmehr sogar die Pflicht haben, Bemühungen anzustellen, den bevorstehenden Erwerb zu unterbinden.⁵⁷⁶ Berechtigte Befürchtungen sollen nach diesem Ansatz insbesondere gegeben sein, wenn der potentielle Erwerber von „seinem Wesen her“ geeignet ist, durch seine bloße Beteiligung an der Gesellschaft erhebliche Negativreaktionen von dritter Seite gegenüber der Gesellschaft auszulösen. Gedacht wird dabei an Beteiligungen von mafiösen Organisationen oder von außenpolitisch besonders exponierten Staaten.⁵⁷⁷ Aber auch wenn der potentielle Erwerber seinen Bankkredit zur Finanzierung des Erwerbspreises – bei Verletzung der Kapitalerhaltungsvorschriften – unter Inanspruchnahme des Vermögens der Zielgesellschaft besichert, soll den Vorstand die Pflicht zum Widerstand treffen.⁵⁷⁸

2. Eigene Stellungnahme

a) Plädoyer für eine einheitliche Regelung der Neutralitätsfrage für den präventiven und reaktiven Bereich

Ein möglichst stabiles und gerechtes Kräfteverhältnis zwischen den verschiedenen „Parteien“ wird am ehesten mit einer generellen Regelung der Neutralitätsfrage gewährleistet. Weil es um ein konzeptionelles Problem geht,⁵⁷⁹ muß entschieden werden, inwiefern der Vorstand der Zielgesellschaft generell verpflichtet und befugt ist – in welcher Form auch immer – tätig zu werden. Es geht also nicht nur um die Frage, was der Vorstand der Zielgesellschaft zu tun oder zu unterlassen hat, wenn ein aktuelles Übernahmeangebot veröffentlicht wurde. Vielmehr geht es im abstrakten Sinne um die Frage einer Neutralitätspflicht sowohl für den Zeit-

⁵⁷⁴ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 692; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 113.

⁵⁷⁵ ADAMS, AG 1990, 243, 245.

⁵⁷⁶ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 26 m.w.N.

⁵⁷⁷ Siehe zum Ganzen MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 26, der weitergehend ausführt, daß in solchen Fällen sogar schon eine Minderheitsbeteiligung unternehmensschädigend wirken könne und somit bereits dann der Vorstand zu Gegenmaßnahmen verpflichtet sei.

⁵⁷⁸ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 26. Die (wirtschaftliche) Inanspruchnahme des Gesellschaftsvermögens durch einen oder mehrere Aktionäre verstößt gegen die Grundsätze der Kapitalerhaltung, insbesondere das Verbot der Einlagenrückgewähr (§§ 57 ff. AktG).

⁵⁷⁹ So bereits KIRCHNER, WM 1821, 1830.

raum, in dem ein Übernahmeangebot noch nicht offiziell bekannt geworden ist (präventiver Bereich), als auch für die Phase der Reaktion auf ein konkret vorliegendes Übernahmeangebot (reaktiver Bereich).

Die ganz überwiegende Meinung in der Literatur löst die Frage der Neutralitätspflicht jedoch nicht generell. Eine detaillierte Erörterung der Frage findet nur für den Handlungsspielraum des Vorstandes als Reaktion auf ein konkretes Übernahmeangebot statt. Für diesen Zeitraum, also nach Abgabe eines Übernahmeangebotes, muß sich nach herrschender Meinung der Vorstand aller Abwehrmaßnahmen enthalten.⁵⁸⁰

Für rein prophylaktische Verteidigungsmaßnahmen soll gleichwohl etwas anderes gelten: Hier soll der Vorstand – ohne besondere Begründung – offenbar von vornherein nicht „geknebelt“ werden und sehr wohl Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nehmen dürfen.⁵⁸¹ Ein sachliches Kriterium für diese unterschiedliche Behandlung ergibt sich indes auf Grundlage der von der herrschenden Meinung herangezogenen Aufgaben und Rechte des Vorstandes im Rahmen des § 76 I AktG nicht. Die Leitungskompetenz des Vorstandes knüpft nicht an das Vorliegen eines Übernahmeangebotes an. Schließlich nimmt der Vorstand mit der Installierung von Verteidigungsmaßnahmen auch im präventiven Bereich sehr wohl Einfluß auf die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre.

Anders als die übrigen Literaturstimmen setzt sich *Hopt* zwar eingehend mit der Frage der abstrakten Zulässigkeit prophylaktischer Abwehrmaßnahmen auseinander, verneint aber entsprechend der herrschenden Meinung – im Gegensatz zum reaktiven Bereich⁵⁸² – eine Neutralitätspflicht und läßt eine Einflußnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises ausdrücklich zu.⁵⁸³ Als Begründung dafür, daß er im präventiven, im Gegensatz zum reaktiven Bereich die Beeinflussung des Kreises der Aktionäre zuläßt, führt *Hopt* jedoch im wesentlichen⁵⁸⁴ kasuistische und zudem nur ergebnisorientierte Argumente an:⁵⁸⁵ Die Flexibilität der Geschäftsleitung würde tendenziell beschränkt, die Rechtsfolgen von Verstößen reichten sonst bis zur persönlichen Haftung für entsprechende Dispositionen, und führen – bei Kollusion von Vorstandsmitgliedern verschiedener Unternehmen oder bei Vorliegen eines Mißbrauchs der Vertretungsmacht – zur Unwirksamkeit des Geschäftes. Schließlich wären dann entsprechende Beraterverträge (etwa mit Rechtsanwälten,

⁵⁸⁰ Hierzu bereits eingehend oben; siehe etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 114; vgl. MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 26.

⁵⁸¹ ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 114, 115 mit dem Hinweis, daß der Vorstand der Zielgesellschaft aus diesem Grunde auf die Installation von prophylaktischen Verteidigungsmaßnahmen zu verweisen sei. – Anders jedoch MÜLBERT, IStR 1999, 83, 87, der nicht nur im Übernahmekontext, sondern auch „sonst“ dem Vorstand den Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises verbieten will.

⁵⁸² HOPT will zudem die grundsätzliche Neutralitätspflicht im reaktiven Bereich, je nach Fallgruppe (etwa Bezugsrechtsausschluß, Erwerb eigener Aktien, Entscheidung über die Zustimmung vinkulierter Namensaktien) unterschiedlich streng definieren, vgl. HOPT, ZGR 1993, 535, 560 ff., 566.

⁵⁸³ ZGR 1993, 535, 548 ff. (für den reaktiven Bereich) und 558 ff. (für den Präventivbereich).

⁵⁸⁴ Das Argument der Abgrenzungsschwierigkeit zwischen unzulässigen Abwehrmaßnahmen und zulässigen Geschäftsführungsmaßnahmen (die nur die unternehmerische Selbständigkeit stärken) greift gleichermaßen bei Ad-hoc-Verteidigungsmaßnahmen während eines Übernahmekampfes.

⁵⁸⁵ Vgl. HOPT, ZGR 1993, 535, 559.

dann entsprechende Beraterverträge (etwa mit Rechtsanwälten, Investmentbanken, Unternehmensberatern) auch nicht mehr vom Mandat des Vorstands gedeckt.

Offenbar sieht *Hopt* im präventiven Bereich zwar die gleichen Interessenkonflikte. Im reaktiven Bereich, als einem eng eingrenzbaeren Zeitraum, mag jedoch vermutlich eine Eindämmung des Handlungsspielraums des Vorstandes eher zumutbar erscheinen. Mit anderen Worten: Was nicht sein kann, das nicht sein darf. Rechtssystematisch ist damit jedoch wenig Klarheit geschaffen.

b) Unvereinbarkeit einer Neutralitätspflicht mit dem berechtigten Interesse am Fortbestand der Unternehmensidee und der Kontinuität der Leitungsmacht

Wenn sich bestätigt, daß die Unternehmensidee als Bestandteil des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses schützenswert ist, dann ist eine Neutralitätspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft nicht mit dem Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresse vereinbar.

aa) Keine *pauschale* Ablehnung einer Neutralitätspflicht des Vorstandes

Diejenigen Literaturstimmen, die – im Ergebnis zutreffend – eine Neutralitätspflicht des Vorstandes ablehnen, argumentieren u.a. mit einem Vergleich mit den weitreichenden Gestaltungsfreiheiten insbesondere eines Boards einer US-amerikanischen Gesellschaft.⁵⁸⁶ Während in Deutschland der Vorstandsvorsitzende vom Aufsichtsrat lediglich überwacht werden könne, sei in den USA der Chief Executive Officer (CEO) in den gesamten Board regelrecht eingebunden. Paradox sei, daß dabei der US-amerikanische CEO im Gegensatz zu seinem deutschen Kollegen, dem Vorstandsvorsitzenden, weitreichende Gestaltungsfreiheit besitze, wenn es um die Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche geht. Der deutsche Vorstand müsse gleichsam hilflos zusehen, während ihn eine ausländische Bietergesellschaft, die in ihrem Heimatland durch keinerlei Neutralitätspflicht gehemmt sei, vorführe. Ziel sei es daher, eine Waffengleichheit herzustellen. Deutsche Aktiengesellschaften dürften nicht durch weitgehenden Entzug von Abwehrmöglichkeiten benachteiligt werden, wodurch sie international zu einem bevorzugten Ziel von (feindlichen) Übernahmeveruchen würden.⁵⁸⁷

Auch *Werner*⁵⁸⁸ wendet sich – anders als die herrschende Literaturmeinung – gegen eine Neutralitätspflicht des Vorstandes und spricht dem Vorstand der Zielgesellschaft die Einflußnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu. Er beruft sich dabei aber auf die negativen volkswirtschaftlichen Folgen von Übernahmeangeboten und will final ermöglichen, daß die Zielgesellschaft einen gesellschaftsschädlichen Anteilseignerwechsel grundsätzlich

⁵⁸⁶ Siehe hierzu jüngst U.H. SCHNEIDER, DB 2000, 963 ff., auf S. 965 ff. findet sich auch ein Vergleich mit anderen europäischen Ländern; so auch MARTENS in FS Beusch, 1993, S. 529, 549 ff. und ihm zustimmend BUNGERT, ZHR 1995, 261, 267; WITTE, BB 2000, 2161, 2165.

⁵⁸⁷ Vgl. KIRCHNER, WM 2000, 1821, 1830.

⁵⁸⁸ WERNER, Probleme feindlicher Übernahmeangebote, S. 16. Zu sonstigen Stimmen, die eine Neutralitätspflicht ablehnen, vgl. die Nachweise in FN 570.

verhindern kann.⁵⁸⁹ *Werner* und auch *Müller*⁵⁹⁰ argumentieren jedoch wenig überzeugend⁵⁹¹ mit der Institution vinkulierter Namensaktien gemäß § 68 II AktG. Dieses Rechtsinstitut sei insoweit beispielgebend, als danach – mangels anderweitiger Satzungsbestimmungen – auch der Vorstand zur Zustimmung zur Übertragung der Anteile zuständig sei.⁵⁹² Immerhin hebt *Werner* daneben hervor, daß der Vorstand neben dem Wohl der Aktionäre auch verpflichtet sei, auf das Wohl der Gesellschaft zu achten. Er stellt hierfür das Wohl der Aktionäre neben das Gesellschaftsinteresse, ohne allerdings eine Begründung für diese Gleichordnung zu liefern.

bb) Der Vorstand als Wahrer des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses⁵⁹³

Hier soll ein anderer Ansatz gesucht werden: Es sollen die Rechte und Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft im Umfeld eines feindlichen Übernahmeangebotes vor dem Hintergrund der verschiedenen, widerstreitenden Interessen systematisch eingegrenzt werden. Wie eingangs herausgestellt, fungiert der Vorstand dabei als Wahrer sämtlicher betroffener Stakeholder-Interessen. Die herrschende Meinung, die sich – jedenfalls im reaktiven Bereich – für eine Neutralitätspflicht ausspricht, leitet dies zuvorderst von Funktion und Wesen des Vorstandes im Rahmen seiner treuhänderischen Organfunktion nach geltendem Gesellschaftsrecht her. Dort soll auch hier zunächst angesetzt werden und es ist im folgenden zu prüfen, ob sich aus § 76 I AktG tatsächlich eine Neutralitätspflicht herleiten läßt, oder ob im Gegenteil eine Neutralitätspflicht mit dem Grundsatz aus § 76 I AktG unvereinbar ist, wonach der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten hat⁵⁹⁴.

Der Vorstand übt gemäß § 76 I AktG die Leitung der Gesellschaft weisungsfrei aus, d.h. er nimmt die Unternehmerfunktion in der Aktiengesellschaft kraft eigener Verantwortung wahr und führt die Unternehmenspolitik.⁵⁹⁵ Daher entscheidet sein unternehmerisches Ermessen über Zielkonzeption und Geschäftspolitik. Dabei hat der Vorstand das Recht und die Pflicht, die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden, § 93 I 1 AktG. Weil die Aktiengesellschaft die Trägerin des Unternehmens ist, liegt in der Leitung der *Gesellschaft* in erster Linie die Aufgabe der *Unternehmensleitung*. Die Kompetenzen des Vorstandes der Aktiengesellschaft orientieren sich jedoch dabei an der Pflicht zur Wahrung des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses. Entscheidende Bedeutung kommt daher der Definition des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses zu.

⁵⁸⁹ WERNER, Probleme feindlicher Übernahmeangebote, S. 16.

⁵⁹⁰ MÜLLER in FS Semler, 1993, S. 195, 210.

⁵⁹¹ Die Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien ist keine originäre Kompetenz des Vorstandes, sondern ist abgeleitet von der Hauptversammlung durch entsprechende Satzungsbestimmungen.

⁵⁹² WERNER, Probleme feindlicher Übernahmeangebote, S. 16.

⁵⁹³ HÜFFER, § 76 RN 9. Im Rahmen des § 76 AktG sind die Begriffe Unternehmen und Gesellschaft gleichbedeutend in dem Sinne, daß damit die in der juristischen Person inkorporierte, als Aktiengesellschaft verfaßte soziale und wirtschaftliche Zweck-, Handlungs- und Wirkungseinheit des Unternehmens selbst gemeint ist, MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 6.

⁵⁹⁴ Zu den Begriffen Leitung und Geschäftsführung siehe MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 4. Die Begriffe können für die vorliegende Untersuchung synonym verwendet werden.

⁵⁹⁵ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 4; HÜFFER, § 76 RN 10.

cc) Inhalt und Umfang des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses

Die in der Gesellschaft und ihrem Unternehmen zusammentreffenden Interessen, namentlich die Interessen der Anteilseigner, der Arbeitnehmer und die der Öffentlichkeit (Gemeinwohl) fließen nach wohl herrschender Ansicht in Literatur und Rechtsprechung⁵⁹⁶ in den Begriff des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses⁵⁹⁷ ein.

Nach einer abweichenden Mindermeinung⁵⁹⁸ soll der Vorstand jedoch lediglich dem Wohl der Aktionäre verpflichtet sein, da nur natürliche Personen Interessen hätten, nicht jedoch erdachte Rechtskonstruktionen. Ein Verstecken des Vorstandes hinter dem „schwammigen Oberbegriff“ des „Unternehmensinteresses“ sei zu vermeiden. Auch § 76 I AktG könne nicht so verstanden werden, daß der Vorstand auf die Handlungs- und Kontrollebene der Aktionäre gehoben werde.⁵⁹⁹

Dagegen steht jedoch der Wortlaut des § 76 I AktG, der dem Vorstand die eigenverantwortliche Leitungsmacht über die Gesellschaft zuweist. Es ist allgemeine Meinung, daß sich das Gesellschaftsinteresse gerade nicht mit dem Interesse der Aktionäre deckt. Vielmehr faßt das Gesellschaftsinteresse eine Vielzahl an in der Gesellschaft verknüpften Interessen (etwa auch der Arbeitnehmer, Gläubiger und Kunden) zusammen.⁶⁰⁰ Das Gesellschaftsinteresse versteht sich demnach als das Ergebnis der Abwägung der Stakeholderinteressen, als eine Art „Integrationsebene oder normativer Schmelztiegel“⁶⁰¹, ohne daß es eine bestimmte Rangfolge der maßgeblichen Interessen gäbe.⁶⁰² Die verschiedenen Verantwortungsrichtungen, denen der Vorstand bei der Ausübung seines unternehmerischen Ermessens verpflichtet ist, stehen bei langfristiger Betrachtung weitgehend in praktischer Konkordanz.⁶⁰³ Jedenfalls ist der Vorstand weder berechtigt noch verpflichtet, sich bei Erfüllung seiner Leitungsaufgabe allein von Aktionärsinteressen leiten zu lassen,⁶⁰⁴ eine ausschließliche Orientierung am Shareholder Value-Gedanken wäre daher rechtlich unzulässig.⁶⁰⁵ Im Interessengefüge vor dem Hintergrund einer aktuellen oder potentiellen feindlichen Übernahme sind seitens des Vorstandes – wie oben

⁵⁹⁶ HÜFFER, § 76 RN 12 mit Hinweis auf BGHZ 125, 239, 246 (Deutsche Bank).

⁵⁹⁷ Zur Ermittlung und zur Bedeutung des Unternehmensinteresses siehe SEMLER, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, S. 33 ff. und 40 f.

⁵⁹⁸ Siehe ADAMS, AG 1990, 243, 247, unter Bezugnahme auf die Chicago School; siehe hierzu auch WEISSER; mit Hinweis auf EASTERBROOK/FISCHEL, 91 Yale L.J. 698 (1982).

⁵⁹⁹ Vgl. zum Ganzen WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 200.

⁶⁰⁰ Vgl. hierzu nur MERTENS, § 76 RN 11 mit Hinweis auf das von RITTNER (in FS Geßler, S. 139, 158) geprägte Wort vom Unternehmen, das „– zumal das der Aktiengesellschaft – [...] seit langem zu einer sozialen Veranstaltung ersten Ranges geworden“ ist.

⁶⁰¹ SCHILLING, BB 1997, 373, 379.

⁶⁰² HÜFFER, § 76 RN 12.

⁶⁰³ Vgl. HOPT, ZGR 1993, 535, 536; MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 19.

⁶⁰⁴ HÜFFER, § 76 RN 12.

⁶⁰⁵ Darüber hinaus wäre dies nicht nur sozial unzutraglich, sondern wohl auch nicht betriebswirtschaftlich zweckmäßig, von WERDER, ZGR 1998, 69 ff., 89; zur Vereinbarkeit des Shareholder Value-Konzepts mit der Leitungsverantwortung des Vorstands gemäß § 76 I AktG vgl. auch SCHILLING, BB 1997, 373, 377 ff.

festgestellt⁶⁰⁶ – die Interessen der Arbeitnehmer und die Interessen der Aktionäre zu berücksichtigen.⁶⁰⁷

dd) Bestandsschutz und Fortbestand der „Unternehmensidee“ als Bestandteil des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses

Mit der Sorge um das Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresse verfolgt der Vorstand also die darin gebündelten Stakeholderinteressen. Umstritten ist, ob auch der Bestandsschutz des Unternehmens im Unternehmensinteresse liegt.

Hopt lehnt ein Unternehmensinteresse im Sinne eines Bestandsinteresses grundlegend ab.⁶⁰⁸ Nach *Mestmäcker* kann eine „Rechts- und Wirtschaftsordnung, die auf dem Prinzip der Vertragsfreiheit und der Wettbewerbsfreiheit aufbaut, [...] Unternehmen – gleich welcher Rechtsform – keinen Bestandsschutz gewähren“.⁶⁰⁹ Etwas differenzierter lehnt *Zöllner* ein dem Unternehmen selbst zukommendes Interesse an seinem Erfolg und an seiner Erhaltung ab, weil das Unternehmen aus juristischer Perspektive nicht selbst Interessenträger sei.⁶¹⁰ Tatsächlich scheint die Frage, ob die Unternehmung in ihrem Fortbestand ein eigenständiger Wert sein kann, in dieser Abstraktheit bereits ihre Verneinung in sich zu bergen.

Zutreffenderweise kommt es auf die Frage der Rechtsträgerschaft gar nicht an. Ob man das Unternehmen selbst als das in der juristischen Person verfaßte Rechtssubjekt oder nur als das von der juristischen Person betriebene Objekt versteht, der Vorstand muß es gleichermaßen kraft seiner treuhänderischen Verantwortung für die juristische Person fördern und erhalten, „solange die Hauptversammlung als die dafür maßgebliche Instanz nicht die Auflösung der Gesellschaft oder andere Veränderungen der Grundlagen des Verbandes beschließt, die das Aufgabenfeld des Vorstands reduzieren.“⁶¹¹ Gleichermäßen konstatiert *Lutter*, daß es (*nur*) gegenüber dem Liquidationsbeschluß „kein rechtlich geschütztes Interesse der Korporation selbst [gibt], stets und immer am Leben zu bleiben“.⁶¹²

Solange also die Aktionäre in der Hauptversammlung nicht die Liquidation beschließen und damit mit den Mitteln der Verfassung der Aktiengesellschaft eine kollektive Desinvestitionsentscheidung treffen, darf man die Erhaltung der Unternehmung jedenfalls insoweit als einen eigenständigen Wert begreifen als dieser wesentlicher Bestandteil des Unternehmensinteresses ist.⁶¹³ Der Vorstand ist dabei zwar nicht auf das Ziel eines nachhaltig zu erwirtschaftenden hohen Gewinns verpflichtet,⁶¹⁴ jedoch soll die Sorge um eine dauerhafte Rentabilität auch den

⁶⁰⁶ Sub § 3 A.III.

⁶⁰⁷ Das grundsätzlich freie Ermessen des Vorstandes wird u.a. dadurch begrenzt, daß er die Gesetze, die Satzung aber auch die rechtmäßigen Entscheidungen der Hauptversammlung und des Aufsichtsrats zu beachten hat.

⁶⁰⁸ ZGR 1993, 535, 538 ff.

⁶⁰⁹ MESTMÄCKER, BB 1961, 945, 947.

⁶¹⁰ ZÖLLNER in Kölner Kommentar (1. A.), Einl. RN 136.

⁶¹¹ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 20.

⁶¹² LUTTER, ZHR 1989, 446, 449.

⁶¹³ Solange kein wirksamer Liquidationsbeschluß der Hauptversammlung vorliegt, hat der Vorstand für die Bewahrung des Unternehmens einzutreten, MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 25.

⁶¹⁴ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 10.

Bestand des Unternehmens gewährleisten.⁶¹⁵ Insbesondere Konflikte zwischen dem Interesse der juristischen Person an der Verfolgung des Unternehmensinteresses einerseits und den Vermögensbelangen der Aktionäre andererseits⁶¹⁶ hat der Vorstand immer zu Gunsten des Unternehmensinteresses zu entscheiden, es sei denn, dieses Aktionärsinteresse hat in maßgeblichen Hauptversammlungsbeschlüssen seinen verbindlichen Niederschlag gefunden.⁶¹⁷ Genauer: Der Schutz des Unternehmensbestandes ist insofern Bestandteil des vom Vorstand zu verfolgenden Unternehmensinteresses, als dies Maßnahmen betrifft, die außerhalb derjenigen Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen liegen,⁶¹⁸ welche grundsätzlich in die Kompetenz der Hauptversammlung fallen (z.B. ein etwaiger Liquidationsbeschluß).

Zwar ist mit einer Übernahme der Bestand des Unternehmens als rechtliche und wirtschaftliche Einheit nicht per se gefährdet. Dies gilt auch dann, wenn die bisherige Aktiengesellschaft als Rechtsträger möglicherweise erlischt und die von ihr betriebene Unternehmung von einem neuen Rechtsträger etwa in Gestalt einer übernehmenden Aktiengesellschaft übernommen wird. In einem hohen Maße gefährdet ist aber der Bestand der konkreten Unternehmung mit der speziellen *Unternehmensidee* in der Gestalt, die sie durch die lang- oder mittelfristige Planung des Vorstandes erfahren hat. Unter dem Fortbestand der Unternehmung ist eben – über den bloßen Bestandsschutz des Rechtsträgers hinaus – das Gedeihen und die Erreichung der für das Unternehmen konkret geplanten Unternehmensziele zu verstehen. Will das Unternehmen mit Erfolg geführt werden, so ist es unabdingbar, daß das Leitungsorgan Pläne und Gesamtstrategien entwickelt, um seinem (Leitungs-)Auftrag gerecht zu werden. Im Idealfall bringt der Vorstand dabei Pläne ins Spiel, die im betriebswirtschaftlichen Sinne *lege artis* den größten Erfolg verheißen. Diese Ziele sind dann zwar seitens des Vorstandes mit den Zielsetzungen der Formallegitimierten, insbesondere der Aktionäre, möglichst weit abzustimmen,⁶¹⁹ die Leitungsmacht und Entscheidungsgewalt hierüber verbleibt aber allein beim Vorstand. Die Investitions- bzw. Desinvestitionskompetenz der Aktionäre ist nicht betroffen.

Schließlich kommt eine sinnvolle Unternehmenspolitik nicht ohne langfristige Planung aus. Erst diese sichert den längerfristigen Fortbestand des Unternehmens. Dies wiederum liegt – ganz im Sinne der praktischen Konkordanz – im Interesse der Gesellschaft und deren Eignern im Rahmen der Gewinnmaximierung. Eine langfristige Planung setzt jedoch (personelle) Kontinuität der Leitungsmacht voraus.

c) Unvereinbarkeit eines Neutralitätsgebotes mit der zwingenden Zuständigkeitsverteilung des Aktiengesetzes

Ein Neutralitätsgebot für den Vorstand der Zielgesellschaft bedeutet im Ergebnis auch einen Verstoß gegen die zwingende Zuständigkeitszuweisung der Leitungsmacht an den Vorstand

⁶¹⁵ Vgl. HÜFFER, § 76 RN 13.

⁶¹⁶ Etwa wenn diese an der Veräußerung wichtiger Unternehmenssubstanz interessiert sind, um „Kasse zu machen“.

⁶¹⁷ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 25.

⁶¹⁸ Vgl. hierzu MERTENS, AG 1990, 252, 258.

der Gesellschaft. Diese Kompetenzzuweisung an den Vorstand ist auch rechtspolitisch konsequent, verlangt doch die Kontinuität der Leitungsmacht die Zuweisung einem Organ, das sich durch ein Mindestmaß an personeller Kontinuität auszeichnet.

Bei der Publikumsgesellschaft herrscht eine sehr hohe Fungibilität der Gesellschaftsanteile. Die Kehrseite der hohen Fungibilität der Aktie ist, daß die Eigner der Gesellschaft häufig wechseln. Der Vorstand als Treuhänder dient also ständig wechselnden Herren. Wären die Aktionäre als Eigner tatsächlich der Souverän der Aktiengesellschaft und hätten damit auch Einfluß auf die Leitung und Führung der täglichen Geschäfte, so wäre eine mittel- und langfristige Unternehmensplanung und -strategie nicht möglich.⁶²⁰ Zu den Leitungsentscheidungen i.S.d. § 76 I AktG gehört insbesondere die in der Betriebswirtschaft hervorgehobene Führungsfunktion der Unternehmensplanung (Zielsetzung und mittel- und langfristige Festsetzung der Unternehmenspolitik).⁶²¹ Mit den wechselnden Unternehmenseignern würde die Planung immerzu dem Unsicherheitsfaktor der Reversibilität unterliegen, eine Planung wäre vielfach zwecklos. Fristgerechte, fachlich versierte Unternehmensentscheidungen wären wegen des großen und indifferenten Gesellschafterkreises ohnehin nicht zu erwarten.

Richtig ist zwar der Einwand, daß es keinen aktienrechtlichen Grundsatz gibt, wonach die Veränderung der gegenwärtigen Struktur einer Aktiengesellschaft rechtswidrig ist.⁶²² Ansonsten wäre auch jede Konzernierung rechtswidrig und das Aktiengesetz bzw. das ausgegliederte Umwandlungsgesetz (UmwG) könnte nicht Fusion, Liquidation und Umwandlung gestatten. Schließlich kann freilich auch ein ansonsten (nach Aktienrecht) rechtswidriges Verhalten⁶²³ der Verwaltung nicht gerechtfertigt werden, weil es zum Zwecke der (steuernden) Einflußnahme auf die konkrete Kapitalstruktur bzw. Kontrollmehrheit erforderlich ist, und zwar auch dann nicht, wenn die „Vernichtung“ der Gesellschaft droht.⁶²⁴

So weit muß man indes gar nicht gehen. Vielmehr darf es lediglich nicht als a priori systemwidrig gelten, wenn der Vorstand darüber wacht, daß die Mehrheit der Anteile in den Händen bleibt, die er für richtig hält.⁶²⁵ Richtigerweise muß der Verwaltung *innerhalb* der gesellschaftsverfassungsrechtlichen Grenzen eine entsprechende grundsätzliche Kompetenz zugesprochen werden, will man nicht die Zuständigkeitsverteilung des Aktiengesetzes aushöhlen.

Das Aktiengesetz schafft eine – in Europa einzigartige – horizontale „Gewaltentrennung“, wonach ausschließlich der Vorstand gemäß § 76 I AktG die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten hat.⁶²⁶ Die Entscheidung über die Bestellung der Verwaltung liegt in den

⁶¹⁹ Vgl. KESSLER, AG 1995, 61, 64.

⁶²⁰ LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 18 f.

⁶²¹ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 5 m.w.N.; SEMLER, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, S. 10.

⁶²² Vgl. MESTMÄCKER, BB 1961, 945, 946.

⁶²³ Etwa eine Kapitalerhöhung unter unzulässigem Bezugsrechtsausschluß oder die Veräußerung eines wesentlichen Unternehmensbestandteiles unter Mißachtung der notwendigen Zustimmung durch die Hauptversammlung.

⁶²⁴ Vgl. MESTMÄCKER, BB 1961, 945, 947.

⁶²⁵ So aber MESTMÄCKER, BB 1961, 945, 947.

⁶²⁶ LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 18 f. m.w.N.

Händen der Kapitalmehrheit.⁶²⁷ Der Aktionär als typischer Anlagegesellschafter will ex definitione die Geschäftsführung einer professionellen Fremdverwaltung überlassen.⁶²⁸ Vergleichbar mit den plebiszitären Elementen im demokratischen Staatswesen will er nach dem Konzept des Gesetzgebers lediglich an den Grundlagen- und Strukturentscheidungen mitwirken.⁶²⁹ Dadurch, daß die bestellte Verwaltung und nicht die Anteilseigner⁶³⁰ die Geschäftsführung innehaben, wird neben einem fachlich qualifizierten Management eine Kontinuität der Unternehmensleitung gewahrt. Diese Kontinuität ist jedoch durch den „unkoordinierten“ Wechsel der Kontrolle über die Aktiengesellschaft gefährdet.

Die Kontinuität der Leitungsmacht in der Aktiengesellschaft wird daher durch die Kontinuität des Vorstandsamtes gewährleistet. Wäre der Vorstand vom Aufsichtsrat oder der Hauptversammlung kurzfristig abberufbar und austauschbar, wäre der Vorstand faktisch den Weisungen von Aufsichtsrat oder Hauptversammlung unterworfen.⁶³¹ Demgemäß regelt § 84 I 1 AktG, daß der Vorstand nicht (unmittelbar)⁶³² von der Hauptversammlung bestellt wird.⁶³³ Vor allem aber werden die Vorstandsmitglieder für bestimmte Amtsperioden bestellt, innerhalb deren sie nur aus wichtigem Grund abberufen werden können. Als Notbremse zugunsten der Anteilseigner wird diesen gemäß § 84 III 2 AktG die Macht verliehen, einen wichtigen Grund mittels eines Mißtrauensvotums in der Hauptversammlung „auszulösen“. Zur endgültigen Abberufung des Vorstandes bedarf es jedoch zusätzlich noch eines Abberufungsbeschlusses des Aufsichtsrates⁶³⁴. Als Gegengewicht zur Stabilität der Amtsperioden sind diese auf höchstens 5 Jahre beschränkt.⁶³⁵

Sollen nun aber die Aktionäre mittels ihrer Investitions- und Desinvestitionsentscheidung im Falle eines Übernahmeangebotes über dessen Vorzüge oder Nachteile allein entscheiden, so wird damit faktisch die Geschäftspolitik der Gesellschaft nach außen auf die Ebene des Kapitalmarktes transportiert. Dieses Ergebnis kann aber nicht dem Telos der treuhänderischen Leitung der Aktiengesellschaft durch deren von den Gesellschaftern bestellte Handlungsorgane entsprechen. Es ist auch eine Auswirkung des Kollektivhandlungsproblems, daß die Aktionäre nicht eine sinnvolle Unternehmensplanung betreiben können. Sie müssen und wollen insoweit vor sich selbst geschützt werden, als sie durch kurzfristiges Gewinnstreben langfristige Wertschöpfung verhindern würden. Ihr diesbezüglicher Wille kommt in der „freiwilligen Unterwerfung“ ihrer Investition unter das Regime des Aktienrechtes zum Ausdruck.

⁶²⁷ Die Kapitalmehrheit besitzt als Pendant zur größten Risikotragung die höchste Entscheidungsbefugnis in der Aktiengesellschaft, MESTMÄCKER, BB 1961, 945, 947.

⁶²⁸ WIEDEMANN, ZGR 1975, 385, 429.

⁶²⁹ WIEDEMANN, ZGR 1975, 385, 429.

⁶³⁰ Diese üben gemäß § 118 AktG ihre Rechte in Angelegenheiten der Gesellschaft *ausschließlich* in der Hauptversammlung aus.

⁶³¹ LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 21.

⁶³² Der Aufsichtsrat wird seinerseits – jedenfalls die Anteilseignerseite – wiederum von der Hauptversammlung gewählt.

⁶³³ LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 21 spricht insofern von einer Abschirmwirkung.

⁶³⁴ Der Aufsichtsrat selbst wird ebenfalls für bestimmte Amtsperioden gewählt und kann binnen diesen regelmäßig nur mit einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit der Hauptversammlung abberufen werden, § 103 I 2 AktG.

⁶³⁵ LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 22.

d) Keine Zuständigkeit der Hauptversammlung nach „Holzmüller“⁶³⁶

Die Zuständigkeit des Vorstandes für Fragen der Verteidigung gegen einen unerwünschten Übernahmeversuch ist auch nicht durch eine Zuständigkeit der Hauptversammlung nach den „Holzmüller-Grundsätzen“ verdrängt.

In § 119 I AktG sind der Hauptversammlung wichtige Gegenstände zur Entscheidung zugewiesen. Darüber hinaus kann die Satzung der Hauptversammlung keine Aufgaben zuweisen, die das Gesetz dem Vorstand und Aufsichtsrat zugewiesen hat. § 119 II AktG sieht jedoch eine wichtige Ausnahme vor. Danach kann die Hauptversammlung über Fragen der Geschäftsführung, dann – aber nur dann – entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt. Demnach liegt mit dieser Ausnahme auch keine Kompetenzverlagerung vor.⁶³⁷ Anders wurde dies erst durch die sogenannte Holzmüller-Entscheidung des BGH:⁶³⁸ Das Recht des Vorstandes – im Rahmen pflichtgemäßer Ermessensausübung – wurde nunmehr für bestimmte Fälle zur Pflicht, in denen sein Ermessen auf Null reduziert ist, weil die Entscheidung von ihrer grundlegenden Bedeutung her, so „tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse“ eingreift⁶³⁹, daß der Vorstand eine Beteiligungspflicht der Hauptversammlung gemäß § 119 II AktG annehmen muß.⁶⁴⁰ In diesen Fällen dürfe der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen, er dürfe die Entscheidung in ausschließlich

⁶³⁶ Vgl. zu dieser Frage KIEM, ZIP 2000, 1509, 1513 (aber nur im Zusammenhang mit dem Legitimationsbeschluß der Hauptversammlung im Rahmen des Diskussionsentwurfes eines Übernahmegesetzes vom Juni 2000).

⁶³⁷ So auch LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 19 mit Hinweis darauf, daß sich die Bedeutung des § 119 II AktG ursprünglich auch nicht aus einem kompetenzrechtlichen Gesichtspunkt heraus, sondern aus dem Haftungsrecht erschlossen hat. Der gesetzliche Beschluß der Hauptversammlung schließt regelmäßig die Ersatzpflicht der Vorstandsmitglieder gegenüber der Gesellschaft wegen eines etwaigen Schadens durch die Geschäftsführungsmaßnahme aus, § 93 IV 1 AktG.

⁶³⁸ Vom 25.2.1982, BGHZ 83, 122 ff. Dem sogenannten Fall „Holzmüller“ lag folgender Sachverhalt zugrunde: Aus der beklagten Aktiengesellschaft, deren Unternehmensgegenstand laut Satzung u.a. der Betrieb einer Umschlag- und Lagerungshalle für Holz sowie die Vermittlung, Durchführung und Finanzierung von Holzgeschäften war, wurde ein wesentlicher Unternehmensbereich, der gut florierende, expansive Seehafenbetrieb ausgegliedert und auf eine allein von der Beklagten gehaltene KGaA übertragen. Zwar war zuvor mit Zustimmung des Klägers eine Klausel in der Satzungsvorschrift über den Unternehmensgegenstand neu gefaßt worden, wonach die Gesellschaft auch berechtigt sei, andere Unternehmen zu errichten und zu erwerben sowie sich an anderen Unternehmen zu beteiligen oder ihren Betrieb ganz oder teilweise solchen Gesellschaften zu überlassen. Der Kläger (als Minderheitsaktionär) machte nunmehr aber geltend, daß die Ausgliederung des Seehafenbetriebes trotz der genannten Satzungsänderung der Zustimmung der Hauptversammlung bedürft hätte. Der BGH hat dem Feststellungsbegehren entsprochen. (Darüber hinaus hatte der Kläger die Befürchtung, daß der Vorstand der Beklagten bei der 100 %-igen Tochtergesellschaft Maßnahmen veranlassen würde, die ohne Ausgliederung wegen ihrer strukturändernden Wirkung der Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung unterlegen hätten. Der Vorstand sei daher verpflichtet, die Zustimmung seiner Hauptversammlung mit derjenigen Mehrheit einzuholen, die für eine entsprechende Maßnahme (insbesondere für Kapitalerhöhungen bei der Tochtergesellschaft und einem etwaigen Bezugsrechtsausschluß) bei der Beklagten selbst erforderlich wäre. Der BGH hat auch diesem Feststellungsbegehren hinsichtlich der Kapitalerhöhung entsprochen.); vgl. hierzu HEINSIUS, ZGR 1984, 383, 388. Zur Holzmüller-Entscheidung siehe etwa FEDDERSEN/KIEM, ZIP 94, 1078 ff.; GÖTZ, AG 84, 85 ff.; MARTENS ZHR 83, 377 ff.; REHBINDER, ZGR 83, 92 ff. und aus jüngerer Zeit BERNHARDT, DB 00, 1873 ff. (je m.w.N.).

⁶³⁹ BGHZ 83, 122, 131.

⁶⁴⁰ Andernfalls er seine Sorgfaltspflicht verletzt, vgl. hierzu BGHZ 83, 122, 131; LUTTER in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft, S. 15, 20.

eigener Verantwortung treffen, ohne die Hauptversammlung zu beteiligen.⁶⁴¹ Macht er dennoch nicht von der Möglichkeit des § 119 II AktG Gebrauch, so verletzt er seine Sorgfaltspflicht.

Im „Mannesmann-Beschluß“ des Landgerichts Düsseldorf war neben einem Unterlassungsanspruch von Aktionären gegen eine Geschäftsführungsmaßnahme des Vorstandes auch ein Anspruch auf Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung abgelehnt worden. Insbesondere wurde in der Information der Aktionäre zur Pool- und Frontenbildung kein so schwerwiegender Eingriff in die Struktur der Gesellschaft gesehen, daß nach den Grundsätzen der Holz Müller-Entscheidung die Einschaltung der Hauptversammlung obligatorisch und somit eine Zuständigkeit der Hauptversammlung begründet wäre.⁶⁴² Ob für darüber hinaus gehende Maßnahmen eine „Holz Müller-Zuständigkeit“ in Betracht kommt, läßt das Gericht ausdrücklich offen, weist jedoch darauf hin, daß es sich dabei mindestens um Maßnahmen handeln müßte, wie sie Art. 19 des Übernahmekodex⁶⁴³ (insb. Ausgabe neuer Wertpapiere, Änderung des Aktiv- oder Passivbestandes der Gesellschaft und Abschluß von Verträgen, die außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebes liegen) nannte.⁶⁴⁴ Eine grundsätzliche Zuständigkeit der Hauptversammlung für Fragen der Abwehr unerwünschter Übernahmeversuche spricht das Gericht demnach aber nicht aus.

Nach Mülbert etwa⁶⁴⁵ liege die grundsätzliche Entscheidung zur Ergreifung von Abwehrmaßnahmen dann in der ungeschriebenen „Holz Müller-Zuständigkeit“ der Hauptversammlung, wenn sich die Maßnahmen allein dagegen wenden, daß ein erfolgreiches Übernahmeangebot zur faktischen Abhängigkeit der Gesellschaft i.S.v. § 17 AktG führt.⁶⁴⁶

Im Ergebnis kann jedoch aus systematischen Gründen von den „Holz Müller-Grundsätzen“ keine *allgemeine* Zuständigkeit der Hauptversammlung für Fragen der Verteidigungsbereitschaft der Zielgesellschaft gefolgert werden: Die Holz Müller-Entscheidung des BGH betrifft die Veräußerung bzw. Ausgliederung eines wichtigen Betriebsteiles (sog. crown jewels). Damit ist für die Verteidigung gegen Übernahmeversuche konkret dieses Vorhaben als Abwehrmaßnahme betroffen. Ob daneben sonstige Maßnahmen, wie sie vom LG Düsseldorf im Mannesmann-Beschluß angesprochen worden sind (etwa Veränderung des Aktiv- oder Passivbestandes oder Abschluß von Verträgen außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebes), davon betroffen sind, ist im Rahmen der Zulässigkeit der konkreten Maßnahme nach geltendem Gesellschaftsrecht zu prüfen. Richtigerweise dürfen aus systematischen Erwägungen

⁶⁴¹ BGHZ 83, 122, 131.

⁶⁴² LG Düsseldorf, Beschluß v. 14.12.1999, AG 2000, 233, 234 f.

⁶⁴³ Zum Zeitpunkt des Mannesmann-Beschlusses war das WpÜG noch nicht in kraft.

⁶⁴⁴ AG 2000, 233, 235; vgl. hierzu KIRCHNER, WM 2000, 1821, 1826.

⁶⁴⁵ Entsprechende Erwägungen (aber mit z.T. anderen Begründungen) kamen auch von MARTENS in FS Beusch, 1993, S. 529, 552.

⁶⁴⁶ MÜLBERT, IStR 1999, 83, 88. Dies ergebe sich daraus, daß gemäß § 311 AktG mit dem Weg in die Abhängigkeit eine Modifikation der Geschäftstätigkeit verbunden ist. § 311 AktG verändere insoweit den Verbandszweck kraft Gesetzes. Wollen Defensivmaßnahmen mit der Erhaltung der Unabhängigkeit dies verhindern, so handelt es sich um eine Entscheidung bezüglich des Verbandszwecks und somit um eine Zuständigkeit der Hauptversammlung gemäß den „Holz Müller-Grundsätzen“. Vgl. hierzu jedoch die Kritik von KRAUSE, AG 2000, 217, 221.

heraus nicht von den Zulässigkeitsanforderungen *einzelner* Verteidigungsmaßnahmen Rückschlüsse auf eine *grundsätzliche* Neutralitätspflicht des Vorstandes gezogen werden.

e) Fremdorganschaft, Neutralitätspflicht und Kompetenzmißbrauch des Vorstandes

Auch das Prinzip der Fremdorganschaft gebietet keine Neutralitätspflicht des Vorstandes einer Zielgesellschaft. Die Idee einer Neutralitätspflicht des Vorstandes hinsichtlich der Zusammensetzung des Aktionärskreises entspringt jedoch dem Prinzip der Fremdorganschaft: Der Vorstand ist treuhänderisches Organ der Gesellschaft und unterliegt dabei der Pflicht der Fremdinteressenwahrung. Die ökonomische Diskussion spricht hierbei vom sogenannten principal-agent-problem (Prinzipal-Agent-Problem).⁶⁴⁷ Das Management (agent) nimmt die Interessen des Geschäftsherrn (principal) wahr, wobei zwischen agent und principal eine asymmetrische Informationsverteilung vorliegt, was es dem agent ermöglicht, seine eigenen Interessen zu Lasten des principals zu fördern.⁶⁴⁸ Mit dem Postulat einer Neutralitätspflicht will man der Kollision der vom Vorstand treuhänderisch verwalteten Interessen mit dessen eigenen Interessen begegnen.

Es besteht die Gefahr, daß der Vorstand diesen Konflikt zu Lasten der Interessen der Gesellschaft auflöst, mithin seine treuhänderischen Kompetenzen mißbraucht. Diese Gefahr besteht indes grundsätzlich bei allen Handlungen des Vorstandes.⁶⁴⁹ Insoweit ist auch *Hopt* zuzustimmen: „Für das Neutralitätsgebot des Vorstands kommt es nicht darauf an, ob die letztlich entscheidende Maßnahme in seiner Kompetenz oder in der der Hauptversammlung liegt. Denn dieses Gebot erfaßt das gesamte Handeln des Vorstands, auch ein solches im Vorfeld eines Gesellschafterbeschlusses und ein nicht rechtsgeschäftliches.“⁶⁵⁰ Der Anreiz mißbräuchlicher Ausnutzung der treuhänderischen Kompetenzen besteht grundsätzlich beim gesamten Handeln des Vorstandes, auch bei bloßen Entscheidungen bzw. Initiativen.

Die faktischen Mißbrauchsmöglichkeiten jedoch hängen entscheidend davon ab, ob der Vorstand aus tatsächlichen und rechtlichen Gründen autonom handeln kann oder mit seinen Entscheidungen der Aufsicht oder Mitwirkung von anderen (insbesondere der Hauptversammlung) unterliegt. Regulatorische Eingriffe in dieses System sind aber nur dort gerechtfertigt, wo sich diese Mißbrauchsgefahr – aufgrund der tatsächlichen und rechtlichen Handlungsmöglichkeiten – faktisch verwirklichen kann, der Vorstand also nicht kontrollierte Handlungsspielräume hat. Eine regulatorische Unterbindung von mißbräuchlicher Ausnutzung des treu-

⁶⁴⁷ KIRCHNER, WM 2000, 1821, 1824 sowie AG 1999, 481, 485 m.w.N.

⁶⁴⁸ Die ökonomische Debatte stößt an dieser Stelle auf die selben Schwierigkeiten wie die Rechtswissenschaft: Problematisch ist die Bestimmung des Geschäftsherrn (principals). Es geht also letztlich um die Frage, wem der Vorstand verpflichtet ist, den Aktionären allein oder auch den Stakeholdern (Arbeitnehmer, Gläubiger etc.). Es ist dies also die Diskussion um das „Unternehmensinteresse“, vgl. hierzu KIRCHNER, WM 2000, 1821, 1824.

⁶⁴⁹ Abstrakt besteht die Gefahr des Mißbrauchs in solchen Situation immer, vgl. HOPT, ZGR 1993, 535, 547.

⁶⁵⁰ HOPT, ZGR 1993, 535, 546.

händerischen Handlungsspielraumes des Vorstandes muß daher richtigerweise nicht auf Ebene der Interessenkonflikte sondern auf Ebene der Mißbrauchsmöglichkeiten ansetzen.

Andernfalls würde der Gefahr des Mißbrauchs vorgebeugt, wo sich faktisch die Gefahr ohnehin nicht verwirklichen kann.⁶⁵¹ Dennoch löst die wohl herrschende Meinung den Konflikt mit einem generellen Neutralitätsgebot⁶⁵², womit der Interessenträger bereits des Konfliktes enthoben wird, was aber nur durch Enthaltungsgebot und damit Zuständigkeitsentzug bzw. einer Zuständigkeitsverschiebung möglich ist.

Für den hier zu untersuchenden Fall der Einflußnahme auf die Bildung bzw. den Wechsel von Kontrollmehrheiten, insbesondere die Beeinflussung der Zusammensetzung des Aktionärskreises können die faktisch mißbrauchsgefährdeten Fallgruppen anhand sämtlicher, dem Vorstand grundsätzlich zur Verfügung stehenden, konkreten Abwehrmöglichkeiten festgestellt werden.⁶⁵³

f) Höhere Rechtssicherheit

Ein weiteres Argument gegen ein Neutralitätsgebot des Vorstandes ist die größere Rechtssicherheit. Auch die Vertreter einer Neutralitätspflicht erkennen an, daß der Vorstand einer Zielgesellschaft auch bei laufendem Übernahmeangebot zur Leitung der Gesellschaft unter Gebrauch seines Leitungsermessens verpflichtet bleibt.⁶⁵⁴ Über subsumtionsfähige Kriterien der Abgrenzung besteht jedoch keine Einigkeit.⁶⁵⁵ Unumstritten zulässig ist einzig die Abgabe einer begründeten Stellungnahme anlässlich eines Übernahmeangebotes. Wo die Stellungnahme endet und die Vereitelung des Übernahmeangebotes anfängt, ist jedoch unklar. Dabei wird etwa argumentiert, daß wenn schon eine Stellungnahme zulässig sei, auch nichts gegen die Abhaltung sog. „road shows“ für institutionelle Anleger spreche.⁶⁵⁶ Das LG Düsseldorf hat in seinem „Mannesmann-Beschluß“ solche „road shows“ als zulässige Geschäftsführungsmaßnahmen qualifiziert und hat die darüber hinausgehende Frage einer generellen Neutralitätspflicht – mangels Vortrag der Antragsteller – offengelassen.⁶⁵⁷

⁶⁵¹ HOPT schlägt vor, diese Fälle einem „konkreten Neutralitätsgebot“ zu unterwerfen. Dabei soll an der konkreten Handlung „abgeschichtet“ werden, ob der Betroffene bei einem Interessenkonflikt wirklich eigennützig handelt, wofür dieser die Beweislast trägt (was ihm auch möglich sei, weil seine Sphäre betroffen sei). – Für die Rechtssicherheit ist damit freilich nur ein kleiner Beitrag geleistet, muß doch in jedem einzelnen Fall die konkrete Handlung des Treuhänders auf seine Uneigennützigkeit hin überprüft werden.

⁶⁵² Vgl. hierzu HOPT, ZGR 1993, 535, 547 f., der dies als „abstraktes Neutralitätsgebot“ bezeichnet. Das „abstrakte Neutralitätsgebot“ soll für den reaktiven Bereich und das „konkrete Neutralitätsgebot“ für den präventiven Bereich gelten.

⁶⁵³ Siehe hierzu unter § 4 einschließlich der dortigen Einordnung sämtlicher Einzelmaßnahmen in das Kreismodell.

⁶⁵⁴ Vgl. KRAUSE, AG 2000, 217, 220.

⁶⁵⁵ KRAUSE, AG 2000, 217, 220 m.w.N.

⁶⁵⁶ So etwa KRAUSE, AG 2000, 217, 220 auch mit Hinweis auf eine Waffengleichheit zwischen dem Bieter und dem Vorstand der Zielgesellschaft.

⁶⁵⁷ LG Düsseldorf, Beschluß v. 14.12.1999 – 10 O 495/99 Q, AG 2000, 233, 234.

g) Keine Auswahl der eigenen Herren

Engt man die Leitungsmacht des Vorstandes gemäß § 76 AktG nicht dahingehend ein, daß er Maßnahmen zu unterlassen hat, mit denen er Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises hat, so führt dies auch nicht dazu, daß sich der Vorstand seine eigenen Herren auswählen kann.⁶⁵⁸ Seine gegenwärtigen Herren und Kontrolleure hat sich der Vorstand in keinem Falle aussuchen können. Es geht lediglich um die Verhinderung eines Kontrollwechsels, mithin einer „Vetoposition“ hinsichtlich der künftigen Kontrolleure.⁶⁵⁹ Es bedeutet auch nicht, daß dem Vorstand eine Handlungslegitimation auf der gleichen Ebene wie der der Aktionäre eingeräumt wird.⁶⁶⁰ Es findet damit auch keine Legitimation oder Verschleierung des Übergangs der Kontrolle auf ein niemandem Verantwortung schuldendes Management statt.⁶⁶¹ Dies schon deswegen nicht, weil die Aktionäre in der Hauptversammlung die Möglichkeit der „Abwahl“ des amtierenden Vorstandes im Rahmen eines Mißtrauensvotums haben. Zudem steht der Vorstand permanent unter dem Druck, daß die jeweiligen Aktionäre im Rahmen der rechtlichen Zulässigkeit von der Möglichkeit einer individuellen Desinvestitionsentscheidung – etwa durch Verkauf über die Börse – Gebrauch machen.

h) Vermeidung einer Ungleichbehandlung von freundlichen und feindlichen Übernahmen

Eine Neutralitätspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft verbietet sich auch, um eine sachlich nicht begründete Begünstigung feindlicher Übernahmen gegenüber freundlichen Übernahmen zu vermeiden.

Im Falle einer mit dem Vorstand der Zielgesellschaft konsentierten Übernahme kann der Vorstand definitionsgemäß nicht neutral bleiben, er fördert den Kontrollerwerb oder die Fusion. Es ist unumstritten, daß der Vorstand der Zielgesellschaft dabei alles autonom für die Seite der eigenen Gesellschaft aushandeln soll und darf. Er hat ein Initiativrecht bei der Frage des „ob“ und bei der Auswahl in Frage kommender Unternehmen. Vor allem aber handelt er das Tauschverhältnis der Aktien bzw. die Gegenleistung aus. Darüber stimmt die Hauptversammlung allenfalls erst anschließend ab, wobei das Votum freilich nur zwischen ja oder nein variieren kann. Zu solch einer – nachträglichen – Abstimmung kann es schließlich grundsätzlich auch bei einer feindlichen Übernahme kommen, und zwar auch dann, wenn man dem Vorstand der Zielgesellschaft vorher nicht neutrales Verhalten gebietet, sondern ihn vielmehr in der Angebots- und Verhandlungsphase als aktives Gegenüber des Bieters fungieren läßt.

⁶⁵⁸ So jedoch ADAMS, AG 1990, 243, 246. Dessen Argument, daß sich die Aktionäre in diesem Falle „davor hüten würden, sich einer solchen zu ihrer völligen oder teilweisen Enteignung durch ein eigenen Zielen nachgehendes Management führenden Gesellschaftsform zu bedienen“, kann man damit begegnen, daß sie dies sowohl im Inland als auch im Ausland offenbar einfach nicht tun, in der Vergangenheit und Gegenwart nicht und allen Aktionärszahlen und Prognosen zufolge auch nicht in der Zukunft.

⁶⁵⁹ Vgl. dazu ROCK, M&A-Review 1992, 167, 168 hinsichtlich der Zustimmungsverweigerung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien.

⁶⁶⁰ So jedoch ADAMS, AG 1990, 243, 246.

⁶⁶¹ So jedoch ADAMS, AG 1990, 243, 247.

Im Rahmen der Verfolgung des Unternehmensinteresses hat der Vorstand zudem auch die Stakeholder-Interessen zu berücksichtigen, was ihm bei einer feindlichen Übernahme aufgrund des Neutralitätsgebotes „verwehrt“ – und somit dem Bieter erspart – bliebe, was dessen Verhandlungsposition erheblich stärken kann.⁶⁶²

i) Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und die These von den Disziplinierungsmechanismen für das Management

Die These von einer weitgehenden Handlungsfreiheit des Vorstandes einer Zielgesellschaft steht auch nicht im Widerspruch zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und verhindert nicht eine Disziplinierung des Managements durch den Markt für Unternehmenskontrolle.⁶⁶³ Demgegenüber wird jedoch vielfach argumentiert, es dürfte keinesfalls eine Neutralitätspflicht für den Vorstand von Zielgesellschaften fehlen, um eine Anpassung des – wegen der ohnehin schon mangelnden Beweglichkeit der Eigentümerstrukturen unterentwickelten⁶⁶⁴ – deutschen Kapitalmarktes an internationales Niveau, nicht zusätzlich zu bremsen. Insbesondere stelle die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen ein Hindernis für einen funktionsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle dar.⁶⁶⁵

aa) Das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle

Der Hinweis auf die ordnungspolitisch bedenkliche Abkopplung von Eigentum (ownership) und Leitungsmacht (control) stammt von *Berle* und *Means* (1932).⁶⁶⁶ Im klassischen Unternehmen waren folgende drei Aspekte in einer Hand konzentriert: Das Halten der Eigentumsanteile, die Ausübung der Verfügungsgewalt über das Eigentum und die Unternehmensführung.

Die industrielle Revolution hat die Unternehmensführung von der Ausübung der Verfügungsgewalt und dem Halten der Eigentumsanteile losgelöst. Das Entstehen der modernen Publikumsgesellschaft hat schließlich Eigentümerschaft und Verfügungsgewalt (Kontrollgewalt) getrennt. Letzteres resultiert daraus, daß einzelne Kleinaktionäre keinen ökonomischen Anreiz haben, die Aktivitäten der Manager zu kontrollieren: Sie lassen ihr Stimmrecht höchstens über ihre Banken ausüben (Depotstimmrecht) oder investieren nicht direkt in Aktien sondern über Fonds.

bb) Kontrollmöglichkeiten, Anreizsysteme und Disziplinierungsmechanismen

Zur Milderung der negativen Folgen der Trennung von Eigentum (Aktionäre) und Unternehmensleitung (Management) bei der Publikumsgesellschaft sind verschiedene Instrumente

⁶⁶² Vgl. KIRCHNER, WM 2000, 1821, 1827, der damit zurecht aus Sicht des Bieters einen Vorteil von feindlichen gegenüber freundlichen Übernahmen erkennt.

⁶⁶³ So jedoch etwa KRAUSE, AG 2000, 217, 218; RÖHRICH, WuW 1992, 718, 727 m.w.N.

⁶⁶⁴ Wodurch notwendige umfassende Konzentrations- und Restrukturierungsprozesse kaum möglich sind. Dem entspringt wohl auch das angloamerikanische Schimpfwort „Germany inc.“.

⁶⁶⁵ Damit könne eine Verbesserung der Ressourcenallokation verhindert werden, REUL, Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse, S. 11, 16; ADAMS, AG 1990, 243, 244.

⁶⁶⁶ BERLE/MEANS, *The modern Corporation and Private Property*, S. 124.

eingbracht worden. Dies sind insbesondere Disziplinierungsmechanismen und Kontrollmöglichkeiten gegenüber dem Management oder aber man bindet die Handlungsziele des Managements durch Einrichtung entsprechender Anreizsysteme an das Interesse der Eigentümer.⁶⁶⁷ Letzteres wird versucht durch Beteiligung des Managements am Eigenkapital (etwa mit Stock-Option-Plans für Organmitglieder), was zu einer Maximierung des Shareholder Value führen soll (sog. Interessenharmonisierungshypothese/aligned-interest hypothesis).⁶⁶⁸ Jedoch funktioniert dies nur bis zu einem gewissen Grad der Beteiligung des Managements an der Gesellschaft. Mit steigendem Kapitalanteil steigt nämlich das Interesse des Managements, die wenig diversifizierte (private) Kapitalanlage dadurch zu streuen, daß eine Diversifikation auf Ebene der Gesellschaft erfolgt (sog. diversification-control hypothesis).⁶⁶⁹

Daher besteht ein Bedürfnis für externe Disziplinierungsmechanismen.⁶⁷⁰ Der Markt für Unternehmenskontrolle kommt als Kontrolle der letzten Instanz ins Spiel, wenn ein mißwirtschaftendes Management⁶⁷¹ durch die vorgesehenen unternehmensinternen Aufsichtsverfahren nicht mehr diszipliniert werden kann.⁶⁷² Feindliche Übernahmen sind demnach diesbezüglich ultima ratio. Im Markt für Unternehmenskontrolle entsteht eine „außergewöhnliche“ Nachfrage, wenn die Marktteilnehmer glauben, eine bestimmte Gesellschaft bliebe bei ihrer Börsenkaptalisierung hinter ihrem eigentlichen Marktpotential zurück, weil das Management schlecht operiert. Ziel ist es dann, nach Austausch dieses Managements, dieses Defizit zu korrigieren.

cc) Auswirkungen auf die Frage einer Neutralitätspflicht

Ob das Modell des Marktes für Unternehmenskontrolle überhaupt soweit tragfähig ist, daß davon Handlungsanweisungen an den Vorstand der Zielgesellschaft im Falle feindlicher Übernahmeangebote hergeleitet werden dürfen, ist umstritten.⁶⁷³ Die Frage kann jedoch hier dahinstehen, weil im Ergebnis auch im Falle der grundsätzlichen Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen der Kapitalmarkt und der Markt für Unternehmenskontrolle nicht in seiner Funktionsfähigkeit beeinträchtigt ist.

⁶⁶⁷ Vgl. hierzu RÖHRICH, WuW 1992, 718, 727 (insbes. FN 23).

⁶⁶⁸ RUDOLPH, Bernd, unveröffentlichtes Skriptum (Ludwig-Maximilians-Universität München): Wechsel der Unternehmenskontrolle und Going Private, München 1998.

⁶⁶⁹ RUDOLPH, Bernd, unveröffentlichtes Skriptum (Ludwig-Maximilians-Universität München): Wechsel der Unternehmenskontrolle und Going Private, München 1998.

⁶⁷⁰ Vgl. hierzu und zu weiteren Disziplinierungsmechanismen wie den Markt für Manager oder die Gütermärkte, RÖHRICH, WuW 1992, 718, 727.

⁶⁷¹ Zum Problem einer fehlenden Kontrolle der Bewirtschaftung der dem Management anvertrauten Ressourcen, ADAMS, AG 1990, 63, 65.

⁶⁷² ADAMS, AG 1990, 63, 64.

⁶⁷³ Vgl. hierzu WEISSER, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, S. 199, der sich wegen der Unzulänglichkeiten des Modells vom Markt für Unternehmenskontrolle dagegen wendet, davon rechtliche Handlungsanweisungen an den Vorstand der Zielgesellschaft im Falle eines feindlichen Übernahmeangebotes herzuleiten; ähnlich REUL, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 207; ders., Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse, S. 11, 17 ff.; KRAUSE, AG 2000, 217, 218 f.; ebenso MEIER-SCHATZ, ZHR 1985, 76, 95 ff. mit Einwänden gegen die Theorie effizienter kontrollmarktlicher Überwachung, insbesondere mit Hinweisen auf eine Überschätzung von Marktdisziplinierung, Managementsanktionierung sowie Effizienz und Signifikanz des Kapitalmarktes.

Handlungen des Vorstandes können nur dann als unerwünschte Störung des Marktes begriffen werden, wenn sie unter mißbräuchlicher Ausnutzung seiner treuhänderischen Stellung im System der Aktiengesellschaft erfolgen.⁶⁷⁴ Alle anderen (auch sonst rechtmäßigen) Handlungen sind eben vom aktienrechtlichen Regime getragen. Der Glaube an die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle läßt es nicht zu, daß man einzelne Wirkmechanismen durch einseitige Eingriffe in das Marktsystem aufrechterhält. Ob der Vorstand tatsächlich aus eigennützigen Motiven, also mißbräuchlich in diesen kontrollmarktlichen Mechanismus eingreift, kann erst auf der Mißbrauchsebene geklärt werden, nachdem zuvor festgestellt wurde, daß im Hinblick auf die nach geltendem Recht zur Verfügung stehenden Verteidigungsmittel unkontrollierte Handlungsspielräume des Vorstands bestehen.

C. Ergebnis

Nach alledem kann keine generelle Neutralitätspflicht gelten. Vielmehr muß umgekehrt der Vorstand der Zielgesellschaft grundsätzlich, d.h. sowohl im präventiven als auch im reaktiven Bereich, freie Hand auch für solche Maßnahmen haben, mit denen er die Zusammensetzung des Aktionärskreises beeinflussen kann. In der weiteren Untersuchung soll nunmehr geprüft werden, inwieweit der Vorstand überhaupt aufgrund konkreter, faktischer Möglichkeiten eine nicht einvernehmliche Kontrollübernahme verhindern kann. Sodann sind gegebenenfalls auftretende Interessenkollisionen auf Seiten des Vorstandes auf tatsächlich bestehende Mißbrauchsmöglichkeiten hin zu untersuchen. Dabei ist ein Blick auf mögliche Regulierungen des Kapitalmarktes zu richten: Wo der Kapitalmarkt bereits durch Kursreaktionen die Verwaltung der Aktiengesellschaft diszipliniert, bedarf es möglicherweise gar keiner gesetzlichen Regelung zur Eindämmung etwaiger Mißbrauchsmöglichkeiten seitens der Verwaltung mehr.

In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, daß der Vorstand neben seinen rechtlichen Pflichten, einer Vielzahl von sozialen Kontrollmechanismen ausgesetzt ist, die den Spielraum für sein Handeln wesentlich verengen.⁶⁷⁵ Dies ist insbesondere die Folge der Überwachung und Mitsprache des Vorstands durch den Aufsichtsrat sowie seiner hohen „sozialen Sichtbarkeit“: Der Vorstand steht für seine Politik unter einem faktischen Rechtfertigungszwang in der Hauptversammlung, aber auch gegenüber den Arbeitnehmern und deren Gremien und schließlich, vor dem Hintergrund der Kapitalmärkte und der Märkte auf denen die Produkte der Gesellschaft gehandelt werden, auch gegenüber den Medien.⁶⁷⁶

⁶⁷⁴ Vgl. hierzu auch RÖHRICH, WuW 1992, 718, 727: „Für die Beurteilung von Abwehrmaßnahmen ist somit entscheidend, ob sie vom Management der Zielgesellschaft ergriffen werden, um eigene Ziele zu verfolgen oder aber um die Effizienz der Zielgesellschaft zu verbessern.“

⁶⁷⁵ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 15.

⁶⁷⁶ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 15.

§ 4 Abwehrstrategiemaßnahmen und positive Vorstandspflichten

Das deutsche Gesellschaftsrecht⁶⁷⁷ bietet eine lange Reihe von Instrumenten, die entweder gezielt oder in Form von Nebenwirkungen abwehrende Effekte gegenüber potentiellen Übernahmeversuchen beinhalten.⁶⁷⁸

Im folgenden werden die einzelnen Maßnahmen aus dem Blickwinkel des Vorstandes einer potentiellen Zielgesellschaft dargestellt. Demnach ist der zur Verfügung stehende Maßnahmenstrauß so gegliedert, daß die unternehmerischen, also wirtschaftlichen Interessen der Gesellschaft, aber auch die spezifischen, originären Interessen des Vorstandes der Zielgesellschaft Berücksichtigung finden. Auch die rechtlichen Vorgaben fassen einzelne Maßnahmen in Gruppen zusammen, für die jeweils die gleichen Regelungen und Beschränkungen gelten.

Für die dabei entstehenden Maßnahmenkategorien sind sodann jeweils Aussagen zu ihrem praktischen Nutzen und der rechtlichen Zulässigkeit zu treffen. Unter Berücksichtigung all dieser Ansprüche und Voraussetzungen hat sich folgender Aufbau ergeben (siehe hierzu Abbildung 5 des Kreismodelles):

Auf oberster Ebene untergliedert sich die folgende Darstellung in präventive (*im folgenden sub A.*) und reaktive (*im folgenden sub B.*) Maßnahmen (x-Achse des Kreismodelles).⁶⁷⁹ Die darauf folgende Untergliederung richtet sich danach, ob die Abwehrmaßnahmen vom Vorstand selbständig getroffen werden können oder nur mit Billigung der Hauptversammlung eingesetzt werden dürfen (y-Achse des Kreismodelles). Dadurch teilt sich das Modell der konzentrischen Kreise in vier Sektoren:

Sektor A enthält präventive Maßnahmen, deren Zulässigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf (*sogleich sub A.III.*), Sektor B präventive Maßnahmen, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können (*sub A.IV.*), Sektor D faßt reaktive Maßnahmen zusammen, die wiederum nur aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses ergriffen werden können (*sub B.III.*) und schließlich betrifft Sektor C Maßnahmen, die ad hoc vom Vorstand selbständig implementiert werden dürfen (*sub B.IV.*). Die Unterscheidung danach, ob Maß-

⁶⁷⁷ Steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften bestehen keine nennenswerten, vgl. hierzu jedoch MARQUARDT, WiB 1994, 537, 543.

⁶⁷⁸ Vgl. aus der jüngeren Literatur zuletzt WEISNER, S. 155 ff. mit einer aufzählenden Darstellung.

⁶⁷⁹ Innerhalb des Präventions- und Reaktionsbereiches werden dann jeweils die positiven Handlungspflichten des Vorstandes separat vorab dargestellt (jeweils unter *A. I.* bzw. *B. I.*).

nahmen eines (zustimmenden) Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, ist für den Vorstand der Zielgesellschaft in zweifacher Hinsicht besonders bedeutsam: Sie entscheidet zunächst darüber, ob diesem ein autonomer Handlungsspielraum zukommt. Und schließlich ist nur im Falle eines Hauptversammlungsbeschlusses die Entscheidung der Gefahr einer Anfechtungsklage mit entsprechenden Verzögerungen⁶⁸⁰ und daraus resultierenden Kosten⁶⁸¹ ausgesetzt. Zur Klageerhebung genügt der Besitz einer einzigen Aktie. Hingegen bestehen gegen eine Maßnahme der Verwaltung faktisch nur ganz eingeschränkte Klagemöglichkeiten.⁶⁸²

Im Kontext feindlicher Übernahmen geht es dem Übernehmer letztlich um die Ausübung der Leitungsmacht der Gesellschaft. Diese weist § 76 I AktG zwingend dem Vorstand zu. Will der Übernehmer als kontrollierender Aktionär die Leitungsmacht über die Gesellschaft ausüben, muß er entweder mit dem Vorstand Einvernehmen herstellen, oder – falls dies nicht gelingt – die Vorstandsposten mit Personen seines Vertrauens neu besetzen. Im Zuge feindlicher Übernahmen ist letztere Alternative freilich regelmäßig die einzig gangbare.⁶⁸³

Innerhalb der einzelnen Sektoren folgt demgemäß die weitere Untergliederung der Darstellung den konzentrischen Ringen des Kreismodells. Der Weg zur Neubesetzung des Leitungsorgans einer Aktiengesellschaft führt zwingend über die Mitgliedschaft in der Gesellschaft und sodann über den Einfluß in der Hauptversammlung. Erst dieser vermittelt die Macht zur Bestimmung der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat.⁶⁸⁴ Letzterer wiederum legt die Zusammensetzung des Vorstandes fest. Auf diesem Weg hat der Bieter also von außen nach innen drei Schwellen in Form konzentrischer Kreise zu überwinden (vgl. hierzu Abbildung 6 des Kreismodells). An allen drei Schwellen können mögliche Verteidigungsmaßnahmen implementiert werden, die es einem Übernehmer erschweren, ins Zentrum des Kreises, mithin zur Besetzung des Vorstandes vorzudringen.

⁶⁸⁰ Die Anfechtungsverfahren in Deutschland dauern im Durchschnitt knapp drei Jahre, LUTTER, JZ 2000, 837. Zwar hat die Erhebung einer Anfechtungsklage keinen Suspensiveffekt, jedoch führt die Erhebung einer Anfechtungsklage faktisch zu einer Aufschiebung der entsprechenden Maßnahme: Entweder die Registerrichter setzen das Registerverfahren (zur Eintragung ins Handelsregister) bis zur Entscheidung über die Anfechtungsklage gemäß § 127 FGG aus oder die Gesellschaft meldet den angefochtenen Beschluß erst gar nicht zur Eintragung an, weil sie die Gefahr der Rückabwicklung (z.B. einer durchgeführten Kapitalerhöhung) scheut. Für die besonders gravierenden Fälle der Umstrukturierung einer Gesellschaft sieht das Gesetz in § 319 V AktG und § 16 UmwG ohnehin eine Registersperre vor (Maßnahme kann erst im Handelsregister eingetragen werden, wenn der Vorstand gegenüber dem Registergericht versichert, daß keine Anfechtungsklage gegen den fraglichen Beschluß mehr anhängig ist, LUTTER, JZ 2000, 837, 839.

⁶⁸¹ LUTTER, JZ 2000, 837 rechnet vor: Bei einer Kapitalerhöhung zu 100 Mio. DM und Sollzinsen von nur 7 % entstehen der Gesellschaft Kosten von 20.000 DM für jeden Tag oder 600.000 DM für jeden Monat, um den sich die Durchführung der Kapitalerhöhung im Handelsregister verzögert.

⁶⁸² Vgl. hierzu etwa LUTTER, JZ 2000, 837, 840 (Haftungsklage) und 841 (Unterlassungsklage).

⁶⁸³ Eine feindliche Übernahme liegt begrifflich erst dann vor, wenn sich der Vorstand der Zielgesellschaft gegen die geplante Übernahme der Kontrolle durch genau den bestimmten Übernehmer zuvor stark gemacht hatte. Die Aussichten auf eine gedeihliche Zusammenarbeit zwischen dem (alten) Vorstand und dem Übernehmer als künftigen Mehrheitsaktionär sind naturgemäß eher schlecht.

⁶⁸⁴ Der (Mehrheits-)Aktionär hat nur Einfluß auf die Besetzung der Anteilseignerseite im Aufsichtsrat; zur Unternehmensmitbestimmung durch Vertretung der Arbeitnehmerseite in den Organen siehe oben § 2 D. V.

Der äußerste und erste Verteidigungsring (Schwelle 1)⁶⁸⁵ setzt an der Einflußnahme auf die Anteilseignerstruktur an. Dort kann bereits eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft verhindert oder wenigstens limitiert werden.

Der zweite Abwehrring (Schwelle 2)⁶⁸⁶ wird markiert mit Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung verhindern. Schließlich lassen sich Maßnahmen einer dritten Gruppe zusammenfassen, welche die Überwindung des dritten und innersten Kreises (Schwelle 3)⁶⁸⁷, mithin die Zusammensetzung und Kontrollausübung in den Aufsichts- bzw. Leitungsorganen verhindern können.

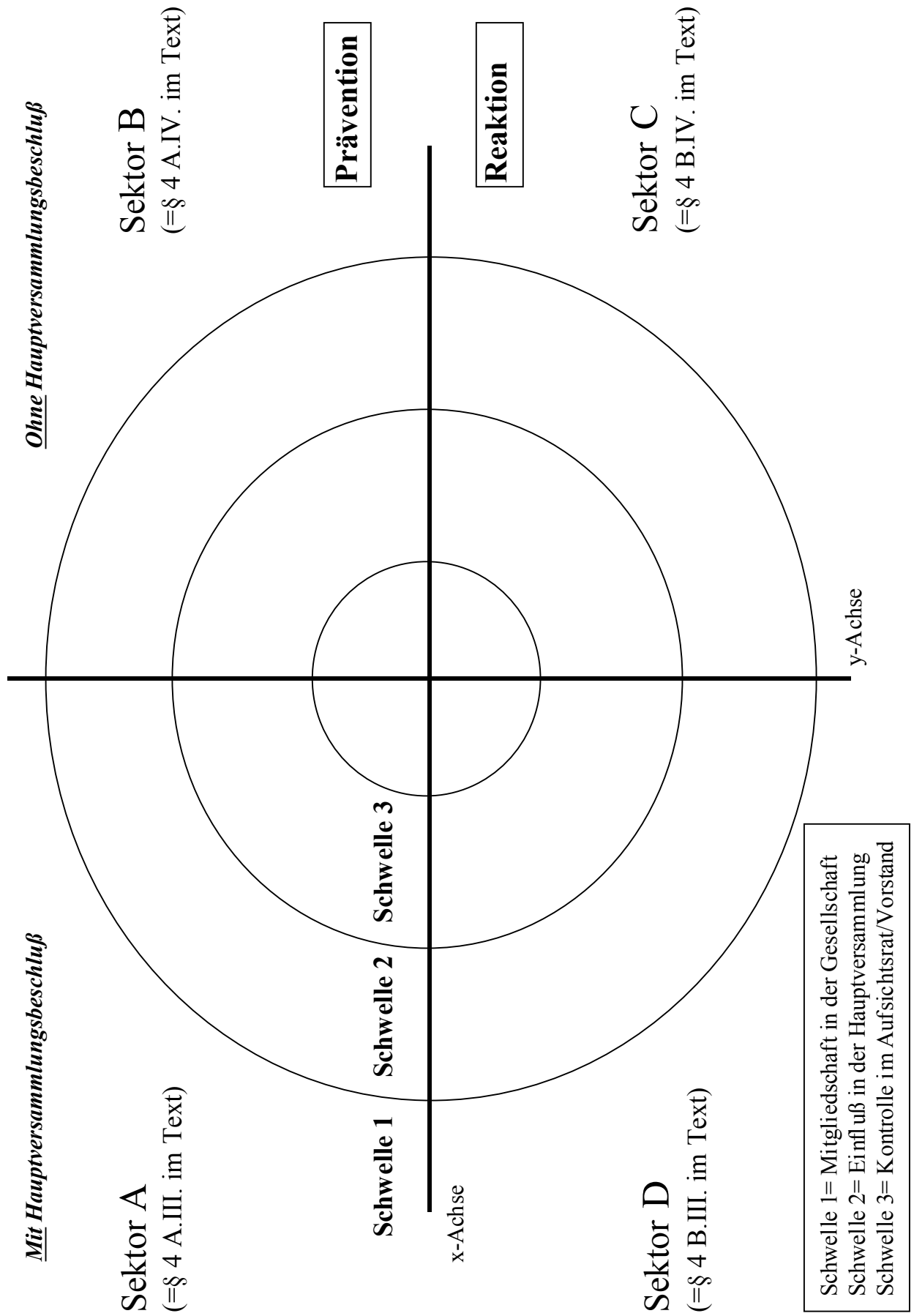
Die in § 3 aufgeworfene und beantwortete Frage eines generellen Neutralitätsgebots nimmt nur vorweg, ob der Vorstand überhaupt Maßnahmen zur Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche ergreifen, mithin Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nehmen darf oder nicht.

Die Zulässigkeit des *konkreten* Verteidigungshandelns des Vorstandes einer Zielgesellschaft hängt dann immer noch von der rechtlichen Zulässigkeit der konkreten Einzelmaßnahme des Vorstandes ab. Nach Darstellung sämtlicher denkbarer Maßnahmen kann im Ergebnis festgehalten werden (*im folgenden sub C.*), in welchen Sektoren des Kreismodelles einzelne, rechtlich zulässige und praktisch durchführbare Abwehrmaßnahmen liegen. Damit läßt sich eine Beurteilung treffen, ob im Rahmen einer Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeveruche unkontrollierte Handlungsspielräume und damit die Gefahr der mißbräuchlichen Ausnutzung durch den Vorstand besteht. Die Gefahr treubruchiger Auflösung etwaiger Interessenkonflikte des Vorstandes zugunsten seiner originären Interessen und zu Lasten der treuhänderisch verwalteten Interessen der Gesellschaft besteht grundsätzlich nur in den Sektoren, in denen der Vorstand selbständig, mithin ohne Zustimmung der Hauptversammlung, handeln kann. Eine weitere Eingrenzung erfahren die Spielräume mißbräuchlichen Vorstandshandelns unter Berücksichtigung der konzentrischen Kreisgrenzen. Für die Maßnahmen innerhalb der drei konzentrischen Verteidigungsringe muß jeweils unterschieden werden: Für alle drei Ringe lassen sich zwar jeweils dieselben, in § 3 dargestellten Interessenkonflikte, jedoch mit jeweils stark unterschiedlichem Mißbrauchsanreiz für die handelnden Organe ausmachen. Maßnahmen, welche am äußeren Kreis ansetzen, betreffen nur mittelbar die originären Interessen des Vorstandes am Macht- und Amtserhalt. Hingegen sind bei solchen, die am inneren Kreis ansetzen, die originären Interessen der Vorstandsmitglieder am stärksten betroffen. Es wird festzustellen sein, daß es sich hinsichtlich der Kapitalmarktverträglichkeit genau umgekehrt verhält: Maßnahmen im inneren Kreis finden kaum Beachtung auf dem Kapitalmarkt, wogegen die Investoren auf Veränderungen im äußeren Ring äußerst empfindlich reagieren und damit mißbräuchlichen Maßnahmen entgegenwirken.

⁶⁸⁵ Im Text jeweils unter dem Gliederungspunkt 1.

⁶⁸⁶ Im Text jeweils unter dem Gliederungspunkt 2.

⁶⁸⁷ Im Text jeweils unter dem Gliederungspunkt 3.



Unter Herausarbeitung etwaiger diskretionärer Handlungsspielräume des Vorstandes in den jeweiligen Sektoren und dem Grad des Mißbrauchsanreizes entsprechend den Kreisgrenzen läßt sich ablesen, ob und gegebenenfalls in welchen Bereichen ein Regelungsbedürfnis besteht. Mit dieser Erkenntnis kann ein zusätzlicher wertvoller Beitrag zur Diskussion über Grenzen und Reichweite einer Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft geleistet werden.⁶⁸⁸

A. Prävention

Der Begriff „Präventivmaßnahmen“ zur Abwehr von Übernahme- und Beteiligungsversuchen wird in der Literatur bisweilen generell sowohl für präventive als auch reaktive Abwehrmaßnahmen verwendet. Entgegen der vorliegenden Darstellung wird dabei (begrifflich) nicht strikt, je nach Bezug zu einem konkreten Übernahmeangebot, unterschieden zwischen Präventivmaßnahmen einerseits und (reaktiven) Abwehrmaßnahmen andererseits.⁶⁸⁹

I. Der Zeitraum des Präventionsbereiches und positive Handlungspflichten des Vorstandes

Der Beginn der Phase für präventive Verteidigungsmaßnahmen läßt sich zeitlich nicht eingrenzen. Auf einem gedachten Zeitstrahl muß der Anfang des Präventionsbereiches offenbleiben. Etwaige Verhaltenspflichten können jedoch ohne zeitliche Determinante nicht sinnvoll aufgestellt werden. Mögliche positive Handlungspflichten müssen demnach zeitlich am Ende des Präventionsbereiches, also an der Schnittstelle zum reaktiven Bereich, festgemacht werden. Ein denkbare Ereignis, welches das Ende des präventiven Bereiches definiert, muß – sachlogisch – gleichzeitig den Beginn des reaktiven Zeitraumes im Rahmen einer Verteidigungsstrategie einläuten.⁶⁹⁰ Im präventiven Bereich bestehen für den Vorstand der Zielgesellschaft demnach keine – spezifisch auf die Übernahmesituation bezogenen – positiven Handlungspflichten.

Von dieser Erkenntnis unberührt, bestehen negative Verhaltensanforderungen daneben fort. Solche Handlungs- und Informationsverbote für den Vorstand bestehen im Zusammenhang mit konkreten einzelnen Verteidigungsmaßnahmen. Sie sind daher eingehend bei der Beurteilung der einzelnen Maßnahmen zu behandeln. Darüber hinausgehende Verbote und Pflichten stehen nicht im spezifischen Zusammenhang einer potentiellen feindlichen Übernahme, respektive deren Spielraum für Verteidigungshandlungen.

⁶⁸⁸ Zu dieser Frage siehe eingehend *sub* § 3.

⁶⁸⁹ Vgl. HOPT in WM-Festgabe für Heinsius, S.22 (FN 1) m.w.N., der den Begriff der Präventivmaßnahmen herleitet von dem – so HOPT – international gebräuchlichen Begriff der „defensive techniques“.

⁶⁹⁰ Positive Handlungspflichten müssen hier an die positive Kenntnis oder ein „Kennenmüssen“ des Vorstandes von der Übernahmeabsicht eines Bieters anknüpfen.

II. Vorteile und Zwänge präventiver Maßnahmen in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht

1. Der Begriff der „Präventivmaßnahmen“ und die Abgrenzung zu „reaktiven“ oder „Ad-hoc-Maßnahmen“

Die Einteilung der Abwehrmaßnahmen auf oberster Abstraktionsebene in solche präventiver und solche reaktiver Natur drängt sich aus mehreren rechtlichen, aber auch tatsächlichen Aspekten auf:

a) Kriterien des Übernahme- und Kapitalmarktrechts

In übernahmerechtlicher Hinsicht läßt sich jedes feindliche⁶⁹¹ Übernahme szenario im wesentlichen in drei Phasen einteilen.

In der *ersten Phase* ist weder in der Öffentlichkeit noch bei der Verwaltung der Zielgesellschaft eine Übernahmeabsicht eines Bieters bekannt geworden. In diese Phase fallen auch noch etwaige bloße Übernahmegerüchte⁶⁹². Den Vorstand der Zielgesellschaft treffen weder positive Handlungspflichten noch ist er in seinem autonomen Aktionsradius gemäß § 76 I AktG eingeschränkt. Alles was der Vorstand der Zielgesellschaft in dieser Phase in Erfahrung bringt, ist nicht „in seinem Tätigkeitsbereich“ angefallen und löst deshalb auch keine Veröffentlichungspflicht gemäß § 15 WpHG aus.⁶⁹³

Die *zweite Phase* wird eingeläutet mit Veröffentlichung der Entscheidung durch den Bieter, ein Übernahmeangebot abzugeben (§ 10 I WpÜG).⁶⁹⁴ Hier endet die präventive und beginnt die reaktive Phase. Nach dem Regime des Übernahmekodex erlangte der Vorstand noch vor Veröffentlichung des Vorhabens Kenntnis von dem Übernahmevorhaben. Daher war in seinem Tätigkeitsbereich eine kursrelevante Tatsache angefallen, die eine Mitteilungspflicht gemäß § 15 I WpHG auslöst. Nach der nunmehrigen Regelung gemäß § 33 I 1 WpÜG entfällt diese Mitteilungspflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft, weil das Ereignis gleichzeitig mit bzw. kurz vor der Bekanntgabe gegenüber dem Vorstand der Zielgesellschaft durch den Bieter

⁶⁹¹ Im Gegensatz zu *freundlichen* Übernahmevorhaben, wo die Verwaltung der Zielgesellschaft frühzeitig in die Transaktionsvorbereitung involviert ist und in Kenntnis gesetzt wird, erfolgt die Vorbereitung eines nicht konsentierten öffentlichen Übernahmeangebotes am Vorstand der Zielgesellschaft vorbei, vgl. in diesem Zusammenhang auch SCHANDER/LUCAS, DB 1997, 2109, 2112.

⁶⁹² So auch HLAWATI/BIRKNER/GRAF (für das österreichische Übernahmerecht), *ecolex* 2000, 84, 85 (FN 12).

⁶⁹³ Vgl. hierzu die Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins e.V., AG 1997, 559, 567., SCHANDER/LUCAS, DB 1997, 2109.

⁶⁹⁴ Nach Übernahmekodex (Art. 5) war die offizielle Bekanntgabe der Absicht des Bieters gegenüber dem Leitungsorgan der Zielgesellschaft maßgeblich.

veröffentlicht wird.⁶⁹⁵ In dieser Phase beginnt die Einschränkung des selbständigen Handlungsradius des Vorstandes der Zielgesellschaft nach WpÜG (§ 33 I 1).⁶⁹⁶

Der Eintritt in die *dritte Phase* schließlich erfolgt mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage seitens des Bieters. Die Veröffentlichung der Angebotsunterlage hat gemäß § 14 WpÜG⁶⁹⁷ binnen vier Wochen nach Veröffentlichung der *Entscheidung* zur Abgabe eines Angebotes zu erfolgen.⁶⁹⁸ Gemäß § 27 WpÜG⁶⁹⁹ hat der Vorstand der Zielgesellschaft nun eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot zu veröffentlichen.⁷⁰⁰

Das Übernahmerecht zieht demnach für das Vorstandshandeln der Zielgesellschaft bedeutsame Grenzen mit dem Zeitpunkt, in dem zum einen eine konkrete Übernahmeabsicht veröffentlicht wird und zum anderen in dem die Angebotsunterlage durch den Bieter veröffentlicht wird.

b) Aktienrechtliche, rechtstatsächliche sowie betriebswirtschaftliche Aspekte

Neben den übernahmerechtlichen Einschränkungen führen auch allgemeine, aktienrechtliche Aspekte und ökonomische Erwägungen zu einer zeitlichen Untergliederung des Übernahme-szenarios aus Sicht der verteidigungswilligen Zielgesellschaft.

Das Aktienrecht sieht für die meisten in die Rechte der Aktionäre eingreifenden Maßnahmen ein zustimmendes Votum der Hauptversammlung vor. Eine rechtswirksame Abstimmung in der Hauptversammlung erfordert wiederum eine fristgerechte Einberufung der Hauptversammlung. Durch die damit verbundenen zeitlichen Verzögerungen des Entscheidungsprozesses in der Zielgesellschaft ergibt sich, daß als echte „Schnellschüsse“ sogenannte Ad-hoc-Maßnahmen nur in Gestalt solcher Methoden abgefeuert werden können, die einer Zustimmung der Hauptversammlung nicht bedürfen. Damit ergibt sich auch unter diesem Gesichtspunkt eine weitere zeitliche Einteilung der potentiellen Abwehrmaßnahmen.

Aus rein ökonomischer Sicht sind freilich ganz andere Kriterien maßgebend. Hier wird man die zeitliche Einteilung potentieller Verteidigungsmittel unter der Kosten/Nutzen-Relation einschließlich der Berücksichtigung etwaiger Nebenwirkungen vornehmen. Der Vorstand hat als Hauptleitungsorgan der Zielgesellschaft deren Unternehmung(en) zu leiten, d.h. in erster Linie das (operative) Hauptgeschäft zu fördern. Muß er sich (daneben) jedoch um die Abwehr

⁶⁹⁵ Eine vorherige Veröffentlichung nach § 15 WpHG scheidet aus rein tatsächlichen Gründen. Ohnehin wäre das Ereignis dann nicht im Tätigkeitsbereich des Vorstandes der Zielgesellschaft angefallen.

⁶⁹⁶ Im Übernahmekodex fand sich eine entsprechende Regelung in Art. 19.

⁶⁹⁷ Entsprechend hatte die Veröffentlichung der Angebotsunterlage gemäß Artikel 5 Übernahmekodex unverzüglich nach Unterrichtung der Zielgesellschaft (sowie der von dem Übernahmeangebot betroffenen inländischen Börsen, des BAWe und der Geschäftsstelle der Übernahmekommission) zu erfolgen.

⁶⁹⁸ Nachdem unmittelbar zuvor der BaFin die Angebotsunterlage übermittelt wurde und die Veröffentlichung gestattet wurde oder nach Ablauf von 10 Werktagen seit Eingang der Angebotsunterlage nicht untersagt wurde, vgl. § 14 I, II 1 WpÜG.

⁶⁹⁹ Eine entsprechende Regelung sah der Übernahmekodex in Art. 18 vor.

⁷⁰⁰ Siehe hierzu im einzelnen unten (§ 4 B. I.).

unerwünschter Übernahmeangebote kümmern, so stellt dies aus der Perspektive der Unternehmung einen erheblichen Störfaktor dar.⁷⁰¹ Dementsprechend wird der Vorstand entsprechende Abwehrmaßnahmen erst dann einleiten wollen, wenn er von deren Erforderlichkeit und Dringlichkeit überzeugt ist. Tatsächlich sind die allermeisten Abwehrmethoden mit einer umfangreichen Ressourcenbindung verbunden. Dabei sind sowohl die umfangreichen personellen Belastungen, insbesondere des Managements, als auch der Aufwand an finanziellen Mitteln zu bedenken. Von Natur aus werden Fragen der Abwehrbereitschaft der Gesellschaft auf der Prioritätenliste nicht ganz oben stehen. Demgemäß besteht also ein Interesse seitens des Vorstandes der Gesellschaft, (finale) Abwehrmaßnahmen erst dann zu installieren, wenn die Gefahr einer unkoordinierten Übernahme zu besorgen ist. Die Bereitschaft zur Installation von Abwehrmaßnahmen steigt proportional zur Wahrscheinlichkeit, mit der sich die Gefahr einer feindlichen Übernahme realisiert. Dabei ist jedoch immer in Rechnung zu stellen, daß auch ein gescheiterter bzw. abgewehrter Übernahmeversuch große Turbulenzen innerhalb und im Umfeld des Unternehmens verursachen kann. Je früher im Übernahmeprozess Abwehrstrategien ansetzen, um so weniger intensiv und extensiv fallen diese Turbulenzen aus.

2. Ergebnis: Der ideale Zeitpunkt für die Implementierung präventiver Maßnahmen

Der ideale Zeitpunkt für die Einleitung präventiver Abwehrmaßnahmen ist eingerahmt durch rechtliche Begrenzungen zum einen und unternehmerische Interessen⁷⁰² zum anderen.

Auf der einen Seite besteht die Gefahr, daß Maßnahmen zu voreilig, also zeitlich zu früh getroffen werden, und daher entweder noch zu abstrakt und zu wenig zielgerichtet und am Ende eventuell sogar überflüssig sein können.

Andererseits müssen die Maßnahmen spätestens zu einem Zeitpunkt getroffen werden, zu dem noch keine Absicht über ein konkret bevorstehendes Übernahmeangebot veröffentlicht worden ist. Damit kann vermieden werden, daß der Präventivbereich, und damit auch der für das Vorstandshandeln der Zielgesellschaft rechtlich weitgehend unreglementierte Raum, verlassen wird.⁷⁰³ Schließlich sind Abwehrstrategien um so verträglicher für die Zielgesellschaft, je früher diese greifen. Am geringsten fallen die Schäden für eine potentielle Zielgesellschaft aus, wenn sie etwa wegen ihrer Wehrhaftigkeit bei potentiellen Bietern als Übernahmekandidat frühzeitig ausscheidet.

⁷⁰¹ Der Vorstand von Mannesmann hat sich über Wochen hinweg während der Übernahmeschlacht mit dem Angreifer Vodafone AirTouch fast ausschließlich mit der Kommunikation mit Beratern, Banken, Analysten und den Medien beschäftigt; „..., das eigentliche Geschäft spielt fast eine Nebenrolle“, so ESSER als der damalige Vorstandsvorsitzende von Mannesmann im Spiegel-Interview, Der Spiegel, 47/1999, S. 122.

⁷⁰² Vgl. hierzu soeben *unter § 4 B II 1.*

⁷⁰³ Zu den Maßnahmen im reaktiven Bereich und den dort geltenden rechtlichen Beschränkungen *siehe unter § 4 B.*

III. Vorkehrungen, die eines Beschlusses der Hauptversammlung bedürfen

Für zahlreiche Vorkehrungen, die der Abwehr unerwünschter Übernahmen dienen, sieht das Aktiengesetz zwingend die Zuständigkeit der Hauptversammlung vor. Diese Tatsache ist im präventiven Bereich nur dann für den Erfolg von Abwehrmaßnahmen ausschlaggebend, wenn die Stimmrechtsstruktur in der Hauptversammlung für den Vorstand „ungünstig“ ist. Kann der Vorstand hingegen damit rechnen, daß die Hauptversammlung verwaltungskonform votiert, ist die notwendige Einberufung der Hauptversammlung lediglich eine organisatorische und zeitliche Frage. Die Zeit⁷⁰⁴ spielt jedoch in dieser Phase noch nicht eine entscheidende Rolle. Im präventiven Bereich hat der Wettlauf um die Zeit und um die Gunst der Aktionäre noch nicht begonnen.

1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft limitieren

Am äußersten der drei konzentrischen Verteidigungsringe setzen all die Maßnahmen an, mit denen der Vorstand Einfluß auf die Mitgliedschaft und damit auf die Anteilseignerstruktur in der Aktiengesellschaft nehmen kann. Die Grundvoraussetzung für jeglichen (legalen) Einfluß auf die Leitung der Aktiengesellschaft liegt in der Mitgliedschaft in der Gesellschaft. Nur wer Aktionär ist, kommt als stimmberechtigter Teilnehmer der Hauptversammlung in Betracht.⁷⁰⁵

Bei den Maßnahmen, die Einfluß auf die Anteilseignerstruktur nehmen (äußerster Verteidigungsring), lassen sich drei Gruppen bilden: Maßnahmen, welche eine freie Übertragbarkeit von Gesellschaftsanteilen verhindern oder limitieren (*a*) und solche die bereits am einschlägigen Motiv zum Erwerb von Gesellschaftsanteilen ansetzen (*b*). Schließlich lassen sich in einer letzten Gruppe die – als am weitesten gehenden – Methoden zusammenfassen, welche einen „unkontrollierten“ Erwerb von Gesellschaftsanteilen gänzlich unmöglich machen (*c*).

a) Maßnahmen, die eine freie Übertragbarkeit von Anteilen an der Gesellschaft verhindern

Maßnahmen, die eine freie Übertragbarkeit der Aktien unterbinden, sollen verhindern, daß unerwünschte natürliche oder juristische Personen zu Gesellschaftern werden können. Dabei soll jedoch nicht die Übertragbarkeit an sich ausgeschlossen werden. Vielmehr soll eine Übertragbarkeit der Aktien nur im Einvernehmen mit der Gesellschaft erfolgen. Im Rahmen der

⁷⁰⁴ Gemeint ist diesem Zusammenhang vor allem die vierwöchige Frist für die Einberufung einer Hauptversammlung, vgl. § 123 I AktG.

⁷⁰⁵ Ausnahmen gelten für Teilnehmer an der Hauptversammlung, die geliehene Stimmrechte geltend machen (sog. Proxy Fight). Diese spielen aber jedenfalls in Deutschland im Zusammenhang (feindlicher) Übernahmen kaum eine Rolle; siehe hierzu bereits oben *sub* § 2 C.V.

Abwehr feindlicher Übernahmen kommt als zuständiges Organ für dieses Einvernehmen – entsprechend der Definition feindlicher Übernahmen – grundsätzlich nur der Vorstand in Betracht.⁷⁰⁶

aa) Namensaktien und Vinkulierung, § 68 AktG

(1) Erläuterung und Wirkungsweise

(a) Inhaberaktien und Namensaktien

§ 10 I AktG unterscheidet zwischen Inhaberaktien (§ 10 I Alt. 1 AktG) und Namensaktien (§ 10 I Alt. 2 AktG). Während erstere als Inhaberpapiere⁷⁰⁷ den Inhaber legitimieren⁷⁰⁸ und ihm das verbrieftete Recht des Wertpapiers zuweisen, ohne den Namen des Berechtigten zu nennen, gehören Namensaktien – entgegen dem Wortsinn⁷⁰⁹ – zu den Orderpapieren.⁷¹⁰ Namensaktien lauten auf den Namen des Ersterwerbers. Sie können gemäß § 68 I 1 AktG *auch* mittels Indossament und Übergabe der Aktien übertragen werden.⁷¹¹ Der Berechtigte wird in diesem Fall durch seine namentliche Nennung (als ursprünglich Berechtigter) oder durch Indossamentenkette⁷¹² auf der Urkunde ausgewiesen.⁷¹³ Mit der Innehabung der Urkunde⁷¹⁴ allein ist bei Namensaktien die Legitimationsfunktion noch nicht verbunden. Es bedarf einer ununterbrochenen Reihe von Übertragungsvermerken (Indossamenten)⁷¹⁵, die vom namentlich Benannten zum jetzigen Inhaber führt.⁷¹⁶

⁷⁰⁶ Der Vorstand hat die Leitungsbefugnis (§ 76 I AktG) inne und vertritt die Gesellschaft nach außen (§ 78 I AktG). Der Aufsichtsrat ist grundsätzlich auf die Überwachung der Geschäftsführung beschränkt, § 111 I AktG.

⁷⁰⁷ Diese sind rechtlich zu behandeln analog §§ 793 ff. BGB, vgl. HÜFFER, § 10 RN 4. Das Recht aus dem Papier (Mitgliedschaft) folgt dem Recht am Papier (Eigentum an der Urkunde), K. SCHMIDT, Gesellschaftsrecht, S. 784.

⁷⁰⁸ Sogenannte Legitimation des Inhabers; vgl. HÜFFER in Münchener Kommentar zum BGB, § 793 RN 13 sowie § 808 RN 14: „Mit der Innehabung des Papiers verbindet sich die Legitimationswirkung zugunsten des Inhabers.“

⁷⁰⁹ Die Namensaktie ist eben kein Namenspapier i.e.S. (Rektapapier). Daran ändert auch eine etwaige Vinkulierung nichts (ganz h.M.), LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 5; HEFERMEHL/BUNGEROTH in GESSLER/HEFERMEHL § 68 RN 5; HÜFFER, § 68 RN 2.

⁷¹⁰ HÜFFER in Münchener Kommentar zum BGB, vor § 793 RN 14.

⁷¹¹ Das Wort „auch“ wurde mit dem Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG) zur Klarstellung ins Gesetz eingefügt. Daneben ist grundsätzlich auch eine Übertragung mittels Abtretung gemäß §§ 413, 398 ff. BGB möglich, vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 17; HÜFFER, § 68 RN 3 m.w.N.

⁷¹² D.h. er wird durch Order des jeweils vor ihm Berechtigten als Rechtsinhaber ausgewiesen, vgl. HÜFFER in Münchener Kommentar zum BGB, vor § 793 RN 15.

⁷¹³ HÜFFER, § 68 RN 2.

⁷¹⁴ In der Praxis wird mittlerweile die Verbriefung auf eine Globalurkunde beschränkt, die bei den Clearinggesellschaften der Börsen hinterlegt ist. Mit dem KonTraG wurde in § 10 AktG ein Abs. V eingefügt, wonach in der Satzung der Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung seines Anteils ausgeschlossen oder eingeschränkt werden kann. Beim Going-Public ist der Totalausschluß der Aktienverbriefung fast durchgängig üblich; NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 15.

⁷¹⁵ Das Indossament ist eine wertpapierrechtliche Sonderform rechtsgeschäftlicher Übertragung. Sie besteht nach h.M. aus einer fest mit dem Wertpapier verbundenen schriftlichen Erklärung (ursprünglich regelmäßig auf der Rückseite des Papiers: „in dosso“) und der Übergabe (auch Übergabesurrogaten nach §§ 929 S.1,

Die Inhaberaktie besitzt grundsätzlich eine bessere Umlauffähigkeit als die Namensaktie. D.h. sie kann leichter erworben und veräußert werden. Die Übertragung der Inhaberaktie erfolgt wie bei beweglichen Sachen (gemäß §§ 929 ff. BGB) durch Einigung und Übergabe⁷¹⁷ (einschließlich der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb)⁷¹⁸. Zwar kann die Namensaktie grundsätzlich genauso einfach durch Abtretung des Mitgliedschaftsrechts und Übergabe der Urkunde gemäß §§ 413, 398 BGB übertragen werden.⁷¹⁹ Jedoch genießt hierbei der Erwerber nicht den Schutz guten Glaubens bei Mängeln im Recht des Veräußerers.⁷²⁰ Daher hat nur die Übertragung durch Indossament gemäß § 68 I AktG praktische Bedeutung. § 68 I 2 AktG i.V.m. Art. 16 WG analog sichert den gutgläubigen Erwerb.⁷²¹ Schließlich kann die Erschwerung der Übertragung mittels Indossament durch ein sogenanntes Blankoindossament ausgeglichen werden. Solche mit einem Blankoindossament versehenen Namensaktien sind der Inhaberaktie angenähert⁷²² und entsprechend börsenfähig⁷²³ und sammeldepotfähig⁷²⁴ und damit auch für Publikumsgesellschaften tauglich. Die Übertragung der Namensaktie mittels Blankoindossament geschieht durch formlose Einigung und Übergabe der von einem vorherigen Inhaber blanko indossierten Urkunde auf den Erwerber (Art. 14 II Nr. 3 WG i.V.m. § 68 I 2 AktG).⁷²⁵

929 S. 2, 930 f. BGB) der Urkunde und formloser Einigung (§ 929 BGB), LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 7.

⁷¹⁶ HÜFFER in Münchener Kommentar zum BGB, vor § 793 RN 15.

⁷¹⁷ Oder durch eines der Übergabesurrogate gemäß §§ 930, 931 BGB; NIRK, RZ 438.

⁷¹⁸ Gemäß §§ 932 ff. BGB, insbesondere § 935 II BGB. § 1006 BGB stellt für den Besitzer der Aktienurkunde die Eigentumsvermutung auf.

⁷¹⁹ Das Eigentum an der Urkunde folgt dann der Mitgliedschaft analog § 952 BGB, vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 17; HÜFFER, § 68 RN 3 m.w.N.

⁷²⁰ Die Übertragung mittels Abtretung ist daher für den Erwerber äußerst ungünstig. Die Abtretung unterbricht darüber hinaus die Indossamentenkette, was wiederum die Verkehrsfähigkeit dieser Namensaktie stark herabsetzt, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 17 m.w.N.

⁷²¹ Art. 16 I WG (i.V.m. § 68 I 2 AktG) stellt eine widerlegbare Vermutung für die sachliche Berechtigung des formell durch die Indossamentenkette ausgewiesenen unmittelbaren Besitzers der Namensaktienurkunde auf, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 8. Spiegelt die formelle Legitimation des Art. 16 I WG nicht die sachliche Berechtigung des Besitzers der Namensaktie wider, so schützt Art. 16 II WG den gutgläubigen Erwerber. Grundlage des Schutzes ist der Rechtsschein der Indossamentenkette, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 10.

⁷²² Die sinngemäße Anwendung des Wechselrechts führt zur Legitimations- und Transportfunktion des Blankoindossaments: Die Legitimationsfunktion ergibt sich auch hier aus Art. 16 I WG durch die Eigentumsvermutung an der Urkunde und die Aktionärsvermutung. Die Transportfunktion ergibt sich mit der Übertragung der Mitgliedschaft (der Indossatar wird Aktionär) und dem Gutglaubensschutz nach Art. 16 II WG, vgl. HÜFFER, § 68 RN 5; LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 7.

⁷²³ Vgl. hierzu im einzelnen BRUNS, AG 1962, 329, 330 ff.; WIRTH, DB 1992, 617 f.

⁷²⁴ Gemäß § 5 I 1 DepotG; Damit ist die für die Girosammelverwahrung nach § 5 I DepotG erforderliche „Vertretbarkeit“ der verwahrten Wertpapiere gegeben; zum Erwerb von Miteigentum am Sammelbestand gemäß § 24 II DepotG und zur Übertragung mittels Absendung eines Stückeverzeichnisses nach § 18 III DepotG siehe HÜFFER § 68 RN 3; LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 16, 7 m.w.N. Zur Einbeziehung der Namensaktie in die Girosammelverwahrung (Abwicklungs- und Verwahrsystem CASCADE) siehe Begründung zum Regierungsentwurf zum NaStraG, S. 12; zum Regierungsentwurf für das NaStraG siehe SIEMS, NZG 2000, 626 ff.; zum System CASCADE siehe HAPP, WM 2000, 1795, wonach dieses den technischen Durchbruch beim Börsenhandel mit Namensaktien bewirkt hat.

⁷²⁵ Beim Blankoindossament ist der letzte Indossatar nicht namentlich genannt, vgl. Art. 13 II WG i.V.m. § 68 I 2 AktG.

Zwar ist die Eintragung des Erwerbers einer Namensaktie im Aktienregister im Verhältnis zum Veräußerer⁷²⁶ und zu allen Dritten nicht erforderlich.⁷²⁷ Jedoch im Verhältnis zur Gesellschaft gilt nur als Aktionär, wer als solcher im Aktienregister eingetragen ist.⁷²⁸ Damit können Aktionäre nur für diese Namensaktien in der Hauptversammlung ihr Stimmrecht ausüben, mit denen sie im Aktienregister namentlich erfaßt sind.⁷²⁹ Im Gegensatz zu Inhaberaktien kann der Vorstand für ausgegebene Namensaktien somit jederzeit im Aktienregister die *stimmberechtigte* Aktionärsstruktur einsehen. Diese Kenntnis allein hat erhebliche Bedeutung für eine erfolgreiche Strategie zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche. Sie schafft eine Grundlage für andere Verteidigungsmaßnahmen, indem sie es dem Vorstand ermöglicht, direkt und unmittelbar Kontakt zu den Aktionären aufzunehmen.

(b) Die Vinkulierung

§ 68 II AktG sieht für Namensaktien ausdrücklich die Möglichkeit der Vinkulierung vor. Diese Aktien sind dann nur noch mit Zustimmung der Gesellschaft wirksam übertragbar. Mangels anderer Satzungsbestimmung⁷³⁰ ist der Vorstand zur Erteilung der Zustimmung zuständig, § 68 II 2 AktG.

Mittels Vinkulierung dieser Namensaktien, kann die Gesellschaft – vertreten durch ihre Organe – unmittelbar Einfluß auf rechtsgeschäftlichen⁷³¹ Erwerb und Veräußerung ihrer Aktien ausüben. Somit kann der Vorstand jegliche privatautonome Veränderung des eigenen Aktionärskreises kontrollieren.⁷³²

Aktien sind grundsätzlich frei übertragbar.⁷³³ Die Vinkulierung ist das einzige vom Aktiengesetz vorgesehene Instrument, das der Gesellschaft die Möglichkeit zur unmittelbaren Kontrolle der Zusammensetzung des Aktionärskreises an die Hand gibt.⁷³⁴ Mit der Vinkulierung verliert das Indossament auf einer Namensaktie aber die volle Transportfunktion, weil diese

⁷²⁶ Die Eintragung gehört niemals zu den Übertragungsvoraussetzungen, vgl. HÜFFER, § 68 RN 3.

⁷²⁷ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 9.

⁷²⁸ Vgl. § 67 II AktG. Zusätzlich zum Namen sind gemäß § 67 I AktG Geburtsdatum und Adresse des Inhabers sowie Stückzahl in das Aktienregister der Gesellschaft einzutragen.

⁷²⁹ § 67 III AktG regelt das Verfahren zur Eintragung. Der für die Führung des Aktienregisters zuständige Vorstand wird nur auf Mitteilung und Nachweis entweder seitens des Veräußerers oder Erwerbers tätig. Eine Verpflichtung zur Anmeldung besteht – über das originäre Interesse wegen § 67 II AktG hinaus – gegenüber der Aktiengesellschaft weder seitens des Veräußerers noch des Erwerbers (allg. M.).

⁷³⁰ Gemäß § 68 II 3 AktG kann die Satzung vorsehen, daß statt dem Vorstand der Aufsichtsrat oder die Hauptversammlung über die Erteilung der Zustimmung beschließen.

⁷³¹ Die Vinkulierung gilt nicht für Übertragungen kraft Gesetzes wie im Falle der Gesamtrechtsnachfolge im Wege der Erbfolge gemäß § 1922 ff. BGB, bei Fusionen, bei Fällen der übertragenden Umwandlung (§ 5 UmwG) und Eingliederung durch Mehrheitsbeschluß (§ 320 AktG), LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 4 mit weiteren Fallgruppen; vgl. auch HARRER/GRABOWSKI, DSr 1992, 1326 m.w.N.

⁷³² Vgl. HERRMANN, S. 60 m.w.N.

⁷³³ Dafür sieht die Aktiengesellschaft nicht die Möglichkeit des Austritts und der Kündigung vor, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 23.

⁷³⁴ So auch RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 696; LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 23; schuldrechtlich kann sich der Aktionär jedoch weiteren Beschränkungen unterwerfen, siehe hierzu unten (2).

nunmehr unter der Bedingung der Zustimmung der Gesellschaft steht.⁷³⁵ Dennoch verliert die Aktie damit nicht die Börsenfähigkeit.⁷³⁶

(2) Praktische Bedeutung

In Deutschland haben die Aktiengesellschaften bislang ganz überwiegend Aktien in Form von (anonym übertragbaren) Inhaberaktien ausgegeben.⁷³⁷

Neben der Ausgabe von Inhaberaktien ist jedoch – auch kumulativ – die Ausgabe von Namensaktien möglich. Bislang fanden sich vinkulierte Namensaktien hauptsächlich bei Versicherungsgesellschaften⁷³⁸ und Familienunternehmen.⁷³⁹ Die Motive für die Ausgabe vinkulierter Namensaktien sind vielfältiger Natur.⁷⁴⁰ Eine wesentliche Funktion ist jedenfalls der Schutz gegen das (unkontrollierte) Eindringen etwaiger unerwünschter Aktionäre in den Kreis der Gesellschafter.⁷⁴¹ So hatte der Vorstand der Aachener und Münchener Beteiligungs-AG (AMB) im Übernahmekampf⁷⁴² mit der angreifenden Assurances Générales de France (AGF)

⁷³⁵ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 14.

⁷³⁶ OTTO (in DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7) sieht in dem Antrag der Gesellschaft auf Börsenzulassung wegen dem damit zu akzeptierenden Kapitalmarkterfordernis uneingeschränkter Fungibilität der Anteile, und einer später erfolgenden Zustimmungsverweigerung einen Verstoß gegen das Verbot des venire contra factum proprium als den Regelfall an. Dem kann keineswegs gefolgt werden. Grundsätzlich fehlt es bereits an einem widersprüchlichen Verhalten. Die Annahme eines solchen wäre – wie bereits angesprochen – wegen einer fehlenden Differenzierung nach der Ausgestaltung der Verweigerungsgründe, zu vorschnell und pauschal. Zudem läßt die Rechtsordnung widersprüchliches Verhalten grundsätzlich zu, PALANDT/HEINRICHS § 242 RN 55: Rechtsmißbräuchlich ist solches erst dann, wenn für den anderen Teil ein Vertrauenstatbestand geschaffen worden ist oder andere besondere Umstände die Rechtsausübung als treuwidrig erscheinen lassen. Beides wird man für den vorliegenden Fall eher nicht annehmen dürfen, muß man doch davon ausgehen, daß die Zulassungsstellen in ihren Auflagen und Bedingungen ein Verbot von vinkulierten Namensaktien – aufgrund Kenntnis des Aktienrechts – sehenden Auges aussparen. Auch liegt in der Erklärung gegenüber der Zulassungsstelle kein Vertrag zugunsten Dritter und auch keine Erklärung gegenüber einem Dritten, insbesondere einem beliebigen Erwerber, vgl. auch LUTTER, AG 1992, 369, 372.

⁷³⁷ In der Schweiz dagegen sind vinkulierte Namensaktien ein besonders beliebtes Instrument, HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27.

⁷³⁸ Versicherungsgesellschaften waren vielfach gemäß § 10 II AktG zur Ausgabe von Namensaktien verpflichtet, weil sie gerne auf eine Volleinzahlung der Einlage verzichten. Teileinzahlung ist für Versicherungsgesellschaften ausreichend, weil die Einlagen für das normale Geschäft nicht benötigt werden und für die Risikovorsorge die Ansprüche auf die Einlage genügen, HÜFFER, § 10 RN 6. Daß diese Namensaktien regelmäßig vinkuliert sind, ergibt sich schon aus Gläubigerinteressen der Gesellschaft. Zu den historischen Bedingungen, die bei Versicherungsgesellschaften vermehrt zur Ausgabe vinkulierter Namensaktien führten siehe auch OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6 (FN 55).

⁷³⁹ Vgl. hierzu etwa WIRTH, DB 1992, 617.

⁷⁴⁰ Welchem Zweck insbesondere die Vinkulierung im einzelnen dienen kann, siehe HÜFFER, § 68 RN 10. – Namensaktien müssen vinkuliert sein in den Fällen, in denen den Aktionären Nebenleistungspflichten gemäß § 55 I auferlegt werden oder ein Sonderentsendungsrecht in den Aufsichtsrat gemäß § 101 II 2 AktG eingeräumt werden soll, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN24; vgl. auch HARRER/GRABOWSKI, DStR 1992, 1326, mit weiteren Beispielen einer gesetzlichen Vinkulierungspflicht in Nebengesetzen.

⁷⁴¹ Vgl. HÜFFER, § 68 RN 10.

⁷⁴² Die AGF hatte 25 % der AMB-Aktien plus 1 Aktie erworben. Von diesem Aktienpaket waren jedoch 17,8 % vinkulierte Namensaktien. Der Vorstand der AMB hatte sich unter Berufung auf die AMB-Satzung geweigert, seine Zustimmung zur Eintragung der Namensaktien in das Aktienregister zu erteilen. Gemäß § 8 der AMB-Satzung bedarf die Eintragung der Zustimmung des Vorstandes, siehe hierzu im einzelnen ROCK, M&A-Review 1992, 167; vgl. hierzu o.V., SZ v. 9.7.92, S. 26 und v. 10.7.92, S. 31. Sowie o.V., FAZ v. 23.12.91, S. 13 und v. 7.1.92, S. 11.

die Zustimmung zur Übertragung und Eintragung ins Aktienregister derjenigen von der AGF bereits erworbenen Aktien verweigert, welche vinkulierte Namensaktien waren.⁷⁴³

Eine ganze Reihe von bedeutenden Unternehmen hat nunmehr jedoch auch in Deutschland damit begonnen, auf Namensaktien umzustellen.⁷⁴⁴ Vermutungen gehen davon aus, daß sich bei Fortsetzung der bisherigen Entwicklung die lange vernachlässigte Namensaktie in Deutschland zu einem Massenphänomen entwickelt.⁷⁴⁵ Fortschritte bei der Girosammelverwahrung und bei der EDV-Erfassung haben eine Fungibilität erreichen lassen, wie sie bei der Inhaberaktie bekannt ist.⁷⁴⁶

Sämtliche Aktien, die am amerikanischen Aktienmarkt gelistet sind, sind Namensaktien („Registered Shares“).⁷⁴⁷ Inhaberaktien sind zum Handel nicht zugelassen. Ein dortiges „listing“ ist jedoch erforderlich, um eigene Aktien als Akquisitionswährung zum Ankauf amerikanischer Gesellschaften im Wege des Aktientausches verwenden zu können.⁷⁴⁸

Zum anderen spielt die Pflege der Beziehung zum Aktionär eine wachsende Bedeutung. Alle Ziele, die hinter dem Sammelbegriff von Investor Relations verfolgt werden, lassen sich in ganz anderen Dimensionen in unmittelbarem Kontakt mit den einzelnen Aktionären verfolgen, wenn die Gesellschaft ihre Aktionäre (namentlich) kennt.⁷⁴⁹ Das einzelne Unternehmen kann einen direkten Draht zum Aktionär aufrechterhalten und ihn dabei beständig von der Richtigkeit der Investition in die Aktie überzeugen. Die Ablösung des Aktienbuches durch ein elektronisches Aktienregister⁷⁵⁰ erleichtert eine Auswertung der Aktionärsdaten.⁷⁵¹

⁷⁴³ Daß später hierzu der AMB-Vorstand doch noch seine Zustimmung erteilen sollte, hing mit einem „Entgegenkommen“ von dritter Seite zusammen, vgl. hierzu im einzelnen HARRER/GRABOWSKI, DSr 1992, 1326.

⁷⁴⁴ Lufthansa und DaimlerChrysler haben 1998 den Anfang gemacht, gefolgt von der Deutschen Bank und Siemens in 1999. Weitere Unternehmen wie die Deutsche Telekom, Dresdner Bank, Aventis, Celanese und SAP sind ebenfalls gefolgt oder stehen kurz davor; MUSSLER in FAZ v. 12.8.1999, S. 13, vgl. KÖLLING, NZG 2000, 631.

⁷⁴⁵ NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 27.

⁷⁴⁶ NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 27.

⁷⁴⁷ NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 28.

⁷⁴⁸ Vgl. MUSSLER in FAZ v. 12.8.1999, S. 13; zum Wettbewerb der Namensaktien (registered shares) mit dem Rechtsinstitut der American Depositary Receipts (ADR) siehe HAPP, WM 2000, 1795.

⁷⁴⁹ Vgl. § 67 AktG. Wollen einzelne Aktionäre aber anonym bleiben, so haben sie hierzu zwei Möglichkeiten: Erstens können sie ihre Eintragung ins Aktienregister verhindern. Dabei verlieren sie jedoch das Recht zur Ausübung ihres Stimmrechtes in der Hauptversammlung. Zweitens kann der Aktionär auch einen Dritten, insbesondere seine Depotbank, ins Aktienregister eintragen lassen. Das Recht zur Stimmrechtsausübung kann er sich dann bewahren, indem er sich von dem Dritten eine Vollmacht zur Ausübung des Stimmrechts geben läßt.

⁷⁵⁰ Mit dem Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG) wurde in § 65 I 1 und II 2 jeweils das Wort „Aktienbuch“ durch das Wort „Aktienregister“ ersetzt. Das Aktienbuch konnte freilich auch schon vor der Gesetzesänderung elektronisch geführt werden, HAPP, WM 2000, 1795.

⁷⁵¹ Beim Kauf und Verkaufsvorgang wird die einzelne Aktie aus einem bei der Deutsche Börse Clearing AG angelegten Aktienpool umgebucht. Die Informationen über die Börsentransaktionen einzelner Wertpapiere werden über eine Schnittstelle von der Deutsche Börse Clearing AG täglich an das Aktienregister übermittelt. Dieses Aktienregister wiederum wird vom Unternehmen selbst oder einem entsprechend beauftragten Dienstleister geführt. Damit hat die einzelne Gesellschaft jederzeit Kenntnis von den Personen, die Namensaktien kaufen und verkaufen und wieviele Anteile diese genau zu jedem beliebigen Zeitpunkt an dem Unternehmen halten, vgl. MUSSLER in FAZ v. 12.8.1999, S. 13; zu den Kosten der Führung eines Aktienbuches, o.V., AG-Report 2000, R 83.

(3) Implementierung

Nach Gründung der Aktiengesellschaft können Namensaktien entweder durch Neuausgabe mittels einer Kapitalerhöhung oder durch Umwandlung bestehender Inhaberaktien in Namensaktien geschaffen werden. Zur Umwandlung bestehender Inhaberaktien in Namensaktien bedarf es nach h.M. nicht der Zustimmung der betroffenen Aktionäre.⁷⁵² Die Hauptversammlung kann die Umwandlung der Aktienart durch Satzungsänderung gemäß §§ 179 ff. AktG beschließen.⁷⁵³ Die Satzungsänderung begründet dann die Verpflichtung der betroffenen Aktionäre zur Mitwirkung bei der Umwandlung.⁷⁵⁴ Die Durchführung der Umwandlung obliegt dem Vorstand.⁷⁵⁵

Soll die Namensaktie zusätzlich vinkuliert werden, muß auch dies in der Satzung festgelegt werden. Es sollte bereits in der Gründungssatzung eine Ermächtigung zur Ausgabe vinkulierter Namensaktien durch Satzungsänderung (sog. Vinkulierungsklausel) mittels Hauptversammlungsbeschluß enthalten sein.⁷⁵⁶ Andernfalls bedarf die nachträgliche Vinkulierung bereits ausgegebener Namensaktien gemäß § 180 II AktG der Zustimmung sämtlicher Aktionäre, deren Aktien von der Vinkulierung betroffen sind.⁷⁵⁷ Nur wenn in der Satzung eine Ermächtigung zur nachträglichen Vinkulierung verankert ist, bedarf es dieser Zustimmung nicht.⁷⁵⁸ Werden im Rahmen einer Kapitalerhöhung (neue) vinkulierte Namensaktien ausgegeben, so sind sämtliche Altaktionäre betroffen, die aufgrund nichtvinkulierter Altaktien junge vinkulierte Aktien erhalten.⁷⁵⁹ Anderes kann nur gelten, falls das Bezugsrecht (auf die jungen vinkulierten Namensaktien) rechtmäßig ausgeschlossen ist.⁷⁶⁰

Im Rahmen des Börsenzulassungsverfahrens vinkulierter Namensaktien bedarf es keiner besonderen Erklärung, wonach sich die beantragende Gesellschaft gegenüber der Zulassungsstelle verpflichtete, die Zustimmung zur Übertragung der Aktien nur in Ausnahmefällen zu

⁷⁵² HÜFFER, § 24 RN 6, mit der Begründung, daß es kein Sonderrecht (§ 35 BGB) auf Beibehaltung der erworbenen Aktienart gibt.

⁷⁵³ Grundsätzlich (d.h., wenn die Satzung nicht eine andere Mehrheit festgelegt hat) ist hierfür eine $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals erforderlich.

⁷⁵⁴ HÜFFER, § 24 RN 6.

⁷⁵⁵ Siehe zur Durchführung im einzelnen HÜFFER, § 24 RN 4, 7.

⁷⁵⁶ Wurde in der Satzung allgemein, d.h. ohne Beschränkung auf einzelne Gattungen, eine Vinkulierung der Namensaktien festgelegt, so werden alle neuen Aktien aus einer Kapitalerhöhung davon automatisch miterfaßt, ohne daß es einer erneuten Festlegung der Vinkulierung im Kapitalerhöhungsbeschluß bedürfte, ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 180 RN 13; LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 25 m.w.N.

⁷⁵⁷ Die mit einer Vinkulierung verbundene herabgesetzte Fungibilität der Aktien kann erhebliche preisbildende Auswirkungen haben. Schließlich stellt die Vinkulierung eine Durchbrechung des Grundsatzes des unbeschränkten Wechsels der Mitgliedschaft dar. Gleiches gilt für Erschwerungen der Übertragungsbedingungen bei bereits bestehenden Vinkulierungen, vgl. ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 180 RN 7; HERRMANN, S. 61 m.w.N.; (ähnlich ist die Rechtslage im österreichischen Recht. Zwar ist dort die Zustimmung aller Aktionäre nicht im AktG festgeschrieben, jedoch verlangt der OGH zur Wirksamkeit einer nachträglichen Satzungsänderung die Zustimmung sämtlicher betroffener Aktionäre, HLAWATI/BIRKNER/GRAF *ecolex* 2000 84, 89 m.w.N.).

⁷⁵⁸ ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 180 RN 7, 12.

⁷⁵⁹ Wegen des Bezugsrechtes aus § 186 AktG bedarf es der Zustimmung der (Alt-)Aktionäre auch dann, wenn die bisherigen Aktien zwar frei sind, nunmehr aber die neuen Aktien aus einer Kapitalerhöhung vinkuliert sein sollen, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 25.

⁷⁶⁰ HÜFFER, § 180 RN 7 m.w.N.

verweigern.⁷⁶¹ Aber wegen ihrer erschwerten Umlauffähigkeit eignen sich vinkulierte Aktien nicht besonders zur Börsennotierung. Es bietet sich an, für einzelne Mehrheitspakete vinkulierte Namensaktien und für die Börsenemission im übrigen frei übertragbare Aktien ohne Vinkulierung auszugeben.

(4) Die Zustimmung zur Übertragung: Rechtsfolgen und zulässige Verweigerungsgründe

Erteilt der Vorstand seine Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien oder verweigert er diese endgültig,⁷⁶² so wird das Übertragungsgeschäft endgültig⁷⁶³ ex tunc wirksam oder unwirksam.⁷⁶⁴ Vorher bleibt das Verfügungsgeschäft⁷⁶⁵ (zwischen dem Aktionär und dem Erwerber) inter omnes⁷⁶⁶ schwebend unwirksam.⁷⁶⁷

Schließlich erfolgt gemäß § 67 III AktG die Eintragung ins Aktienregister nur auf Mitteilung und Nachweis des Rechtsübergangs. Erst nach Eintragung im Aktienregister gilt der Erwerber einer vinkulierten Namensaktie im Verhältnis zur Gesellschaft gemäß § 67 II AktG als Aktionär. Vorher hat er insbesondere kein Stimmrecht in der Hauptversammlung.

Inter partes stellt die fehlende Zustimmung einen Rechtsmangel dar, welcher den Käufer – vorbehaltlich positiver Kenntnis von der Vinkulierung bei Vertragsschluß gemäß § 439 BGB – zum Schadensersatz wegen Nichterfüllung oder zum Rücktritt gemäß §§ 434 ff. BGB berechtigt.⁷⁶⁸

Um die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu kontrollieren, lautet aus Sicht des Vorstandes die entscheidende Frage: Unter welchen Voraussetzungen kann er die Zustimmung zur Übertragung (endgültig) verweigern – und wann hat er keinen Ermessensspielraum? Dabei ist zu differenzieren: Die Satzung kann entweder nur pauschal über das „ob“ der Vinkulierung, oder auch über den Umfang und die Reichweite der Vinkulierung Festsetzungen

⁷⁶¹ WIRTH, DB 92, 617, 618; LUTTER, AG 1992, 369, 371 m.w.N.

⁷⁶² Die Erklärung ist an keine Form gebunden. Die Erklärung des Vorstandes kann folglich nicht nur mündlich, sondern auch konkludent erfolgen, z.B. durch Eintragung des Erwerbers im Aktienregister oder durch erklärte Ablehnung der Eintragung, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 33 m.w.N.

⁷⁶³ Nach verweigerter Zustimmung ist eine Heilung durch spätere Genehmigung seitens der Aktiengesellschaft nicht möglich; es wäre die Neuvornahme des betreffenden Rechtsgeschäftes erforderlich, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 38 m.w.N.

⁷⁶⁴ H.M., siehe LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 38 m.w.N.

⁷⁶⁵ Die Wirksamkeit des schuldrechtlichen Kausalgeschäftes bleibt vom Zustimmungserfordernis immer unberührt, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 28 m.w.N.; anders freilich, wenn dieses mit der Zustimmung zur Übertragung konditional verbunden wird.

⁷⁶⁶ Strittig; vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 39; nach a.A. (BRUNS AG 1962, 329, 332) gilt die (schwebende) Unwirksamkeit nur im Verhältnis zur Aktiengesellschaft, im Verhältnis zu allen Dritten soll der Erwerb dagegen wirksam sein. Die Frage kann hier dahinstehen: Im Zuge der Abwehr einer feindlichen Übernahme kommt es jedenfalls auf die Rechte des (Neu-)Aktionärs gegenüber der Gesellschaft, insbesondere zur Stimmrechtsausübung, an.

⁷⁶⁷ Umgekehrt bleibt bei lediglich schuldrechtlich verbindlichen Stimmbindungsverträgen die Wirksamkeit des Verfügungsgeschäftes unberührt.

⁷⁶⁸ HARRER/GRABOWSKI, DSrR 1992, 1326, 1327 m.w.N.

treffen.⁷⁶⁹ Entweder die Satzung trifft keine Regelung über bestimmte Verweigerungsgründe (a) oder sie bestimmt ausdrücklich gemäß § 68 II 4 AktG einzelne Verweigerungsgründe (b).

(a) Satzung enthält keine bestimmten Verweigerungsgründe⁷⁷⁰

Als zuständiges Organ hat der Vorstand nach seinem pflichtgemäßem Ermessen gemäß §§ 76 I, 93 I 1 AktG,⁷⁷¹ unter Abwägung der Gesellschaftsinteressen mit den Interessen des veräußerungswilligen Aktionärs, über die Zustimmung zur Übertragung zu entscheiden.⁷⁷² In diesem Zusammenhang sind die Interessen des Erwerbers ohne Bedeutung.⁷⁷³ Die Entscheidung des Vorstands ist formlos⁷⁷⁴ und muß die tragenden Erwägungen nicht erkennen lassen.⁷⁷⁵ Materiell gilt die Entscheidung insbesondere als pflichtwidrig, wenn sie offensichtlich gesellschaftsfremde Interessen verfolgt, respektive die Gesellschaftsinteressen verletzt. Das Gesellschaftsinteresse ist dem Interesse des betroffenen Aktionärs an der Übertragbarkeit der Aktien gegenüberzustellen.⁷⁷⁶ Alle diese Überlegungen sind unter Wahrung der aktienrechtlichen Gleichbehandlung (§ 53a AktG) anzustellen.⁷⁷⁷ Eine Ungleichbehandlung ist zulässig bei sachlich unterschiedlichen Aktionärsgruppen, etwa „Normalaktionären“ einerseits und „Berufsoponenten“ oder erkennbaren Aufkäufern andererseits.⁷⁷⁸ Dann trifft den Vorstand aber eine Begründungspflicht.⁷⁷⁹ Bei der Abwehr unerwünschter Übernehmer wird das Gleichbehandlungsgebot regelmäßig keine Probleme bereiten.

⁷⁶⁹ HÜFFER, § 68 RN 14. Die Satzung kann innerhalb des zulässigen Rahmens gemäß § 68 II AktG detaillierte Regelungen treffen, d.h. die Bindung kann hinter diesem Rahmen zurückbleiben, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 27.

⁷⁷⁰ So auch die Satzung der Aachener und Münchener Beteiligungs AG (AMB) in § 8 (zur Zeit der Übernahmeauseinandersetzung mit der AGF): „Die Übertragung einer Namensaktie auf einen anderen Eigentümer ist nur mit Zustimmung der Gesellschaft zulässig. Verweigert der Vorstand als gesetzlicher Vertreter die Zustimmung, so geschieht dies ohne Angabe von Gründen.“

⁷⁷¹ Das LG Aachen (AG 1992, 410=ZIP 1992, 924) hatte im Übernahmekampf um die AMB die Verweigerung des Vorstandes auf Zustimmung auf fehlerfreie Ermessensausübung überprüft und kam zu dem Ergebnis, daß die Zustimmung zum Zwecke der Verteidigung der Selbständigkeit verweigert werden durfte; vgl. hierzu auch HIRTE, NJW 1996, 2827, 2837.

⁷⁷² LUTTER, AG 1992, 369, 370; zur Abwägung zwischen dem Wohl der Gesellschaft und den Aktionärsinteressen siehe auch KOSSMANN, BB 1985, 1364, 1366 f.

⁷⁷³ LUTTER, AG 1992, 369, 370.

⁷⁷⁴ Vgl. hierzu bereits FN 86.

⁷⁷⁵ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 30. Eine Satzungsbestimmung, wonach die Verweigerung der Zustimmung ohne Angabe von Gründen erfolgen kann, geht zwar über den Text des Gesetzes hinaus, jedoch handelt es sich insoweit nur um eine Ergänzung der gesetzlichen Regel, die durch § 23 V 2 AktG gedeckt ist, weil § 68 II AktG insoweit nicht als abschließend zu verstehen ist (allgemeine Meinung); LUTTER, AG 1992, 369, 370 m.w.N.

⁷⁷⁶ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 30 m.w.N.: Die Interessen des veräußerungswilligen Aktionärs erhalten ein besonderes Gewicht, wenn die vinkulierten Aktien der einzige Aktivposten im Vermögen des verschuldeten Aktionärs sind (mit Hinweis auf BGH AG 1987, 155); schützenswert ist in jedem Fall nur der veräußerungswillige Aktionär, nicht der Erwerber.

⁷⁷⁷ HÜFFER, § 68 RN 15 m.w.N.; zur früher herrschenden a.A. wonach der Vorstand dabei in seinem Ermessen frei war und nur unter dem Aspekt des Rechtsmißbrauchs (§ 226 BGB), des Grundsatzes von Treu und Glauben (§ 242 BGB) und der Sittenwidrigkeit (§ 138 BGB) begrenzt war, vgl. LUTTER, AG 1992, 369, 370.

⁷⁷⁸ Vgl. hierzu BGHZ 33, 175, 186 – Minimax II.

⁷⁷⁹ LUTTER, AG 1992, 369, 372.

Kristallisationspunkt der Prüfung der Rechtmäßigkeit der Zustimmungsentscheidung ist die Frage nach dem Gesellschaftsinteresse.⁷⁸⁰ Vor dem Hintergrund der Abwehr feindlicher Übernahmen ist dies die Frage, ob die finale Einflußnahme auf die Zusammensetzung der Anteilseigner zur Wahrung der Selbständigkeit vom Gesellschaftsinteresse gedeckt ist oder ob insoweit die freie Ermessensausübung auf ihre Grenzen stößt.

In der Literatur wird überwiegend für die Rechtmäßigkeit der Zustimmungsverweigerung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien die positive Feststellung verlangt, daß die Entscheidungsgründe im Gesellschaftsinteresse liegen.⁷⁸¹ *Lutter* lehnt dies mit guten Gründen ab: Wenn der BGH in seiner Kali & Salz-Entscheidung⁷⁸² an die Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses eine Rechtfertigung mit besonderen sachlichen Gründen im Gesellschaftsinteresse fordert, so begründet er dies mit dem schweren Eingriff in die mitgliedschaftliche und vermögensrechtliche Stellung der ausgeschlossenen Aktionäre. Solche Beschlüsse nehmen also den Altaktionären etwas weg. Anders ist dies aber bei der Zustimmungsverweigerung im Rahmen der Übertragung vinkulierter Namensaktien: Die Vinkulierung besteht von Anfang an; ein Eingriff in bestehende Rechte liegt nicht vor.⁷⁸³ Dieses Ergebnis ist letztlich auch vom BGH selbst gedeckt, wie aus den Entscheidungsgründen der Kali & Salz-Entscheidung hervorgeht: Begründet wird das Erfordernis besonderer sachlicher Gründe für einen Ausschluß des Bezugsrechtes damit, daß im Gegensatz etwa zu Höchststimmrechten der Gesetzgeber nicht eine notwendige Abwägung zwischen den Interessen der betroffenen Aktionäre und dem Gesellschaftsinteresse getroffen hat.⁷⁸⁴ Dies läßt sich jedoch gleichermaßen für die Vinkulierung behaupten. Was für die Höchststimmrechte⁷⁸⁵ gilt, kann demnach nicht anders für die Vinkulierung sein.

Das Gesetz nimmt insofern in Kauf, daß der Vorstand Einfluß auf die Aktionärsstruktur nimmt.⁷⁸⁶ § 68 II AktG erweitert die Kompetenzen des Vorstandes, indem er seine reguläre Geschäftsführungsbefugnis ausdehnt. In diesem Bereich kommt ihm gemäß § 76 I AktG ein breites unternehmerisches Ermessen zu. Die Frage des Interesses der Gesellschaft an der Beteiligung bestimmter Personen oder Unternehmen ist eine unternehmerische Prognose-Entscheidung, die sich einer rechtlichen und somit gerichtlichen Nachprüfung weitgehend

⁷⁸⁰ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 30.

⁷⁸¹ Siehe etwa WEISNER, S. 178 mit zahlreichen weiteren Nachweisen.

⁷⁸² BGHZ 71, 40. Der Entscheidung lag folgender Sachverhalt zugrunde: Der Kläger ist Aktionär der beklagten Aktiengesellschaft, einer Holdinggesellschaft namens „Salzdetfurth Aktiengesellschaft“ (kurz: SAG). Er ficht Hauptversammlungsbeschlüsse an, die unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktionäre das Grundkapital erhöhen und den Vorstand zu einer weiteren Erhöhung ermächtigen. Zur Übernahme der neuen Aktien wurden nur die Wintershall AG und deren Tochtergesellschaft, die Burbach-Kaliwerke AG, zugelassen, die als Sacheinlage ihre insgesamt 50 %-ige Beteiligung an der Kali und Salz AG (kurz: K & S alt) einzubringen hatten; die anderen 50 % hielt die Beklagte. Die Wintershall AG erhielt für die von ihr eingebrachten K & S Alt-Aktien neue Aktien der SAG im Verhältnis 4:5. Die Beklagte hat behauptet, die Beschlüsse seien zur Sanierung der Gesellschaft erforderlich gewesen. Die Anfechtungsklage blieb in allen Instanzen erfolglos.

⁷⁸³ LUTTER, AG 1992, 369, 373.

⁷⁸⁴ BGHZ 71, 40, 44, 45.

⁷⁸⁵ Vgl. § 134 I 2 AktG.

⁷⁸⁶ Vgl. HARRER/GRABOWSKI, DStR 1992, 1326, 1327.

entzieht.⁷⁸⁷ Insofern kommt der Entscheidung des Vorstandes eine Rechtmäßigkeitsvermutung zugute. Lediglich wenn nachweislich⁷⁸⁸ gesellschaftsfeindliche oder -fremde Erwägungen tragend sind, ist seine Entscheidung pflichtwidrig und daher rechtswidrig.

Selbst wenn man – entgegen der in § 3 dargelegten These – grundsätzlich ein Neutralitätsgebot des Vorstandes im Hinblick auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises annimmt, kann dies bei vinkulierten Namensaktien im Rahmen der Entscheidung über die Zustimmung zur Übertragung an eine *andere Gesellschaft bzw. ein Unternehmen* keinesfalls gelten (vorausgesetzt, die Satzung weist dem Vorstand die Zuständigkeit hierfür zu). Im Gegenteil: Sieht die Satzung keine andere konkrete Zielsetzung mit der Vinkulierungsbestimmung vor, dann ist der Vorstand von Rechts wegen und kraft der Satzung verpflichtet, die Unabhängigkeit seiner Gesellschaft gegenüber einer drohenden Abhängigkeit zu verteidigen, wenn eben keine anderen Interessen⁷⁸⁹ vorrangig sind.⁷⁹⁰ Dem Aktienrecht liegt das Leitbild der unabhängigen Gesellschaft zugrunde.⁷⁹¹ Für die abhängige Gesellschaft gelten *Sondervorschriften*, insbesondere die §§ 311 ff. AktG. Es fehlt jedoch eine Regelung für den Weg der Entwicklung zu einer abhängigen Gesellschaft, insbesondere sind keine Schutzmechanismen zur Wahrung der gesellschaftlichen Unabhängigkeit bereitgestellt. Die Vinkulierung von Aktien stellt ein probates Mittel zur Abwehr von Abhängigkeit und zur Verteidigung der unternehmerischen Selbständigkeit dar. Durch die Aufnahme einer Vinkulierung in die Satzung manifestiert sich daher bereits der Wille der Gesellschaft zur gesellschaftlichen Unabhängigkeit.⁷⁹²

Hält nun die Satzung dieses Werkzeug vor, ohne den Einsatz auf bestimmte Verweigerungsgründe zu begrenzen, und besteht die Gefahr der Abhängigkeit, d.h. strebt der Erwerber eine Beteiligungsquote an, die ihm beherrschenden Einfluß auf die Gesellschaft verspricht,⁷⁹³ so ist das Ermessen des Vorstandes insoweit auf Null reduziert und er muß⁷⁹⁴ die Zustimmung zur Übertragung der vinkulierten Aktien verweigern.⁷⁹⁵ Nach dem insoweit eindeutigen Wortlaut des § 33 I WpÜG darf der Vorstand die Zustimmung zur Übertragung jedoch nur mit Zu-

⁷⁸⁷ LUTTER, AG 1992, 369, 373 m.w.N.

⁷⁸⁸ Wer eine Pflichtverletzung geltend machen will, muß entsprechende Tatsachen behaupten und beweisen, HÜFFER, § 68 RN 15 m.w.N.

⁷⁸⁹ Etwa die Sicherung des wirtschaftlichen Überlebens der Gesellschaft durch Hereinnahme eines besonders geeigneten Gesellschafters in Verbindung mit einer unternehmerischen Zusammenarbeit (Vorteile durch eine bessere Marktabdeckung, logistische Vorteile, Vertriebskanäle, Zulieferung etc.).

⁷⁹⁰ Vgl. LUTTER, AG 1992, 369, 374 m.w.N.

⁷⁹¹ WIRTH, DB 92, 617, 620. Auch nach der Rechtsprechung des BGH ist die gesellschaftsrechtliche Unabhängigkeit ein eigenständiges, schützenswertes Rechtsgut, vgl. BGHZ 33, 175, 188 f. – Minimax II und bestätigt in BGHZ 71, 40, 44 ff. – Kali & Salz.

⁷⁹² Daher kommt es hier auf die Frage, ob die Abwehr einer drohenden Abhängigkeit objektiv im Gesellschaftsinteresse liegt, nicht an. Zu dieser Frage siehe jedoch unten im Rahmen des Bezugsrechtsausschlusses bei einer Kapitalerhöhung *sub 2.b.aa. (1) (d) (aa)*.

⁷⁹³ Vgl. hierzu HÜFFER, § 17 RN 2 m.w.N.

⁷⁹⁴ Will man so weit nicht gehen und die Ermessensreduzierung nicht anerkennen, so kommt man in der Frage der Zulässigkeit der Übertragungsverweigerung letztlich zu den gleichen Ergebnissen: Der Vorstand muß dann jedoch feststellen und darlegen, daß im konkreten Falle die Wahrung der wirtschaftlichen Selbständigkeit im Interesse der Gesellschaft liegt, vgl. etwa ROCK, M&A-Review 1992, 167, 169.

⁷⁹⁵ Das bedeutet jedoch gleichzeitig, daß grundsätzlich jegliche Abhängigkeit (Blockbildung) vermieden werden muß. Ist dennoch mit den vinkulierten Namensaktien eine Blockbildung bei einem befreundeten Aktionär

stimmung des Aufsichtsrates treffen. Da jedoch auch der Aufsichtsrat bei seiner Entscheidung über eine Zustimmung dem konkreten Gesellschaftsinteresse verpflichtet ist, ist in diesem Fall auch sein Ermessen auf Null reduziert und er muß seine Zustimmung i.S.d. § 33 I 2 WpÜG erteilen.

(b) Satzung enthält bestimmte Verweigerungsgründe, (zwingende) Zustimmungsverbote oder Ausnahmen vom Zustimmungserfordernis

Sind in der Satzung Verweigerungsgründe festgelegt, und verweigert die Gesellschaft ihre Zustimmung, so ist sie nach wohl h.M. zur Begründung ihrer Entscheidung verpflichtet.⁷⁹⁶ Grundsätzlich gilt: Sieht die Satzung gemäß § 68 II 4 AktG Gründe vor, nach denen die Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien verweigert werden darf oder benennt sie Fälle in denen ausdrücklich eine Zustimmung nicht erteilt werden darf (Zustimmungsverbote), so ist dies für die Vorstandsentscheidung bindend.

(aa) *Verweigerungsgründe*

Ist der angeführte Grund für die Verweigerung der Zustimmung in dem in der Satzung aufgeführten Katalog nicht genannt, so muß durch Auslegung ermittelt werden, ob der Katalog abschließend ist. Nur wenn dies nicht der Fall ist, steht es im freien Ermessen des Vorstandes, auch in anderen Fällen – mittels rechtmäßiger Ermessensbetätigung – die Zustimmung zu verweigern. Umgekehrt muß bei Vorliegen eines Kataloggrundes keineswegs die Zustimmung verweigert werden. Vielmehr besteht diesbezüglich pflichtgemäßes Ermessen.⁷⁹⁷

Die Ablehnungsgründe können frei bestimmt werden. Mithin können auch objektiv unwichtige Gründe, begrenzt durch die Rechtsmißbrauchsgrenze, angeführt werden.⁷⁹⁸ Unzulässig ist in jedem Falle der völlige Ausschluß der Übertragbarkeit.⁷⁹⁹ Im vorliegenden Kontext werden als konkrete Ablehnungsgründe diskutiert: Die Verteidigung der Selbständigkeit, der Schutz vor Überfremdung und die Schädigungsabsicht einzelner Bieter. Abgesehen vom Problem des Nachweises ist die drohende Schädigung des Unternehmens, z.B. hinsichtlich der Stellung im Markt, als Ablehnungsgrund unproblematisch und muß einer pflichtgemäßen Ermessensausübung standhalten.⁸⁰⁰ Zum Zwecke der Abwehr unerwünschter Übernahmen wird sich eine solche Fallkonstellation – schon wegen den Nachweisschwierigkeiten – aber nur in Ausnahmefällen nutzbar machen lassen. Interessanter, aber auch problematischer ist der Schutz vor sogenannter Überfremdung. Dabei sollen die bisherigen Beteiligungsverhältnisse aufrechterhalten werden, um insbesondere das Eindringen von Ausländern, oder bei Familiengesell-

beabsichtigt, so bedarf es dazu einer Satzungsänderung mit einer entsprechenden Mehrheit in der Hauptversammlung, vgl. LUTTER, AG 1992, 369, 375 m.w.N.

⁷⁹⁶ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 36 m.w.N.

⁷⁹⁷ Vgl. auch HARRER/GRABOWSKI, DStR 1992, 1326, 1327 unter Bezugnahme auf Wortlaut und Telos der Vorschrift.

⁷⁹⁸ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 26 m.w.N.

⁷⁹⁹ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 27; HÜFFER, § 68 RN 14.

⁸⁰⁰ Freilich ist darauf zu achten daß es nicht zu einer Interessenkollision mit persönlichen Vorstandsinteressen kommt.

schaften von Familienfremden⁸⁰¹ in die Aktiengesellschaft zu verhindern.⁸⁰² Beachtet man die europarechtliche Pflicht zur Inländer-Gleichbehandlung,⁸⁰³ so steht der Zulässigkeit einer solchen Klausel nichts im Wege. Nur, für die Abwehr von unerwünschten Übernahmen generell hat eine solche Regelung eine – eben etwa auf Ausländer – begrenzte Abwehrwirkung. Vorsicht ist vor zu engen Bindungen geboten: Sieht die Satzung vor, daß zum Zwecke der Erhaltung der Selbständigkeit etwa kein Aktionär mehr als 5 % der Aktien erwerben darf, so ist dies rechtlich zulässig, bindet aber den Vorstand für die Zustimmungserteilung bei allen Transaktionen.

(bb) Zustimmungsverbote

Ob zwingende Zustimmungsverbote in die Satzung aufgenommen werden können, ist umstritten. Solche könnten vorsehen, daß die Zustimmung bei Übertragung an bestimmte Personengruppen (z.B. Nichtaktionäre oder Ausländer) zu verweigern ist. In diesem Falle wäre dann das Ermessen des Vorstandes auf Null reduziert. Dieser hätte nur noch „mechanisch“ den konkreten Sachverhalt unter das normative Zustimmungsverbot zu subsumieren. Die entsprechende Rechtsfolge wäre automatisch angeordnet.

Nach einer Ansicht wird ein entsprechendes Zustimmungsverbot als Verstoß gegen den Wortlaut des Gesetzes und den Grundsatz der freien Übertragbarkeit der Anteile qualifiziert⁸⁰⁴. Aus § 68 II 4 AktG wird dabei entnommen, daß die Satzung zwar Gründe vorsehen kann, aus denen die Zustimmung verweigert werden könne, jedoch ergebe sich schon aus der Formulierung, daß dabei dem berufenen Organ ein Ermessensspielraum verbleiben müsse.⁸⁰⁵ Darüber hinaus würde eine entsprechende Satzungsbestimmung faktisch eine Unübertragbarkeit der Aktien für die in der Satzung vorgesehenen Fälle bedeuten.⁸⁰⁶ Zuletzt wird noch auf den Ausnahmecharakter der Vorschrift hingewiesen, wonach die Norm, die einen Bruch des Grundsatzes der freien Übertragbarkeit der Anteilsscheine anordnet, eng auszulegen sei. Keinesfalls dürfe es mittels Auslegung faktisch zu einer Verschiebung des Ermessens zu Lasten der freien Übertragbarkeit kommen.⁸⁰⁷

Richtigerweise ist jedoch der Gegenansicht⁸⁰⁸ zu folgen. Die Gesetzesformulierung will lediglich klarstellen, daß überhaupt entsprechende Gründe bereits in der Satzung vorgegeben werden können. Freilich handelt es sich mit der Durchbrechung eines allgemeinen Prinzips um eine Vorschrift mit Ausnahmecharakter, deren Auslegung nicht zu einer Ausweitung des

⁸⁰¹ Zum Schutz von Familien-Aktiengesellschaften gegen das Eindringen unerwünschter Aktionäre siehe UHLENBRUCK, DB 1967, 1927 ff.

⁸⁰² Vgl. dazu HÜFFER, § 68 RN 14 mit Hinweis auf RegBegr Kropff S. 88; LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 27 m.w.N. In Betracht kommt als Motiv auch die Verhinderung des Eindringens unerwünschter Aktionäre in den Aufsichtsrat, wenn sich das Entsenderecht mit bestimmten Aktien verbindet.

⁸⁰³ Noch etwas zurückhaltender etwa LUTTER, AG 1992, 369, 370.

⁸⁰⁴ HEFERMEHL/BUNGEROTH in GESSLER/HEFERMEHL, § 68 RN 102; HÜFFER, § 68 RN 14; WIESNER in Münchener Handbuch zum Gesellschaftsrecht, Bd. 4, § 14 RN 23; WIRTH, DB 92, 617 f.

⁸⁰⁵ So WEISNER, S. 180.

⁸⁰⁶ WIESNER in Münchener Handbuch zum Gesellschaftsrecht, Bd. 4, § 14 RN 23.

⁸⁰⁷ HEFERMEHL/BUNGEROTH in GESSLER/HEFERMEHL, § 68 RN 102.

⁸⁰⁸ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 27 m.w.N.; LUTTER/SCHNEIDER ZGR 1975, 183, 185.

Anwendungsbereiches führen darf.⁸⁰⁹ Allein, eine solche Ausdehnung findet schließlich gar nicht statt. Zu bedenken ist, daß eine Zuweisung der Zustimmungserteilung an den Vorstand für die Hauptversammlung lediglich freiwillig ist. Die Hauptversammlung kann – wie sich aus § 68 II 3 AktG ergibt – die Entscheidung über die Zustimmung zur Übertragung der Anteilsscheine eben auch bei sich, d.h. in der Zuständigkeit der Hauptversammlung belassen. Diesem Befund steht auch nicht die Tatsache entgegen, daß das Gesetz in § 68 II 2 AktG grundsätzlich den Vorstand für die Zustimmungserteilung für zuständig erklärt. Eine Ausweitung des Anwendungsbereiches liegt deshalb nicht vor, weil in beiden Fällen – sowohl beim Verbleib der Zustimmungserteilung in der Zuständigkeit der Hauptversammlung als auch bei Ausübung durch den Vorstand gemäß § 68 II 2 AktG – das selbe Gremium entscheidet. Dazwischen liegt lediglich eine zeitliche Komponente. Die Hauptversammlung kann so für bestimmte Fälle eine definitive Anweisung an den Vorstand erteilen, für andere Fälle kann sie im Rahmen ihrer satzungsunautonomen Gestaltungsfreiheit die Zustimmungserteilung in das Ermessen des Vorstandes stellen. Daher ist auch die Festsetzung eines ausdrücklichen Zustimmungsverbot in der Satzung für zulässig zu erachten.

(cc) Ausnahmen vom Zustimmungserfordernis

Die Satzung kann auch von vornherein bestimmte Fallgruppen vom Erfordernis einer Zustimmung ausnehmen oder eine Zustimmung nur bei Übertragung an bestimmte Personengruppen als erforderlich festschreiben.⁸¹⁰ Im Zusammenhang mit der Abwehr von feindlichen Übernahmen erscheint eine solche Zuspitzung der Vinkulierung auf die dabei relevant werdenden Fälle besonders interessant. Negative Auswirkungen auf dem Kapitalmarkt lassen sich damit weitgehend gering halten. Denkbar wäre eine Satzungsbestimmung, wonach einzelne Übertragungen oder Übertragungsarten nicht zustimmungsbedürftig sind. Bereits vom Reichsgericht wurde ein Sachverhalt für unentgeltliche Rechtsgeschäfte entsprechend entschieden.⁸¹¹ Im Rahmen einer Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeangebote wäre insbesondere die Ausnahme aller börslichen Erwerbstatbestände vom Zustimmungserfordernis denkbar. Der Erwerb über ein öffentliches Übernahmeangebot oder ein außerbörslicher Paketerwerb würden dann immer noch der Zustimmung durch die Aktiengesellschaft unterliegen.

(c) Durchsetzung des Anspruches auf Zustimmung und Schadensersatzansprüche bei rechtswidriger Zustimmungsverweigerung

Seitens des Aktionärs darf man von einer rechtlichen Verpflichtung (aus dem Vertrag mit dem Erwerbswilligen) ausgehen, unter Einsatz seines Stimmrechtes alles in seiner Macht Stehende

⁸⁰⁹ Damit soll vermieden werden, daß durch eine allzu weite Auslegung der Ausnahmebestimmungen die grundsätzliche Regelungsabsicht des Gesetzgebers in ihr Gegenteil verkehrt wird. Zur „engen“ Auslegung von Ausnahmevorschriften siehe LARENZ/CANARIS, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 175 f. m.w.N.

⁸¹⁰ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 27.

⁸¹¹ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 27 mit Hinweis auf RGZ 101, 246.

zu tun, um die Zustimmung der Gesellschaft auf Übertragung herbeizuführen.⁸¹² Aber auch jenseits einer rechtlichen Pflicht wird der Aktionär auf die Erteilung der Zustimmung zur Übertragung hinwirken, insbesondere, wenn die Zahlung des Kaufpreises aufschiebend bedingt an die Eintragung des Erwerbers in das Aktienregister gebunden ist.⁸¹³

Im Falle der verweigten Zustimmung zur Übertragung hat der betroffene (Alt-)Aktionär die Möglichkeit der Klage auf Zustimmung.⁸¹⁴ Stellt dabei das Gericht eine rechtswidrige Zustimmungsverweigerung fest, kann die Zustimmung mit rechtskräftigem Urteil gemäß § 894 ZPO ersetzt werden. Nach obsiegendem Urteil bedarf die (unwirksame) Übertragung aber der Neuvornahme.⁸¹⁵

Etwaige Schadensersatzansprüche wegen unberechtigter Zustimmungsverweigerung können seitens der veräußerungswilligen Aktionäre gegenüber der Aktiengesellschaft aufgrund Verletzung des Mitgliedschaftsrechtes geltend gemacht werden.⁸¹⁶ Gegenüber dem Vorstand direkt sind Ansprüche gemäß § 826 BGB⁸¹⁷ und § 117 II AktG denkbar.

(5) Umgehungsmöglichkeiten

Das Instrument „vinkulierte Namensaktie“ zur Abwehr unerwünschter Unternehmensübernahmen sieht sich erheblichen Umgehungsmöglichkeiten ausgesetzt. Der eigentliche Zweck der Vinkulierung, die Verhinderung unerwünschter Mitgliedschaften in der Aktiengesellschaft, kann umgangen werden, weil gemäß § 68 II AktG nur der dingliche Rechtsübergang der Aktie verhindert werden kann.⁸¹⁸

⁸¹² OTTO (in DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6) geht sogar soweit, daß er unter Umständen eine Pflicht des einzelnen Aktionärs auf Abwahl der eine Zustimmung zur Übertragung verweigernden Entscheidungsträger (i.d.R. also des Vorstandes) sieht, um eine Zustimmung zur Übertragung zu erwirken. Eine erfolgreiche Abwahl kommt freilich nur in Betracht, wenn der „Erwerber“ entsprechende Verträge mit einer Vielzahl an Aktionären der Gesellschaft abgeschlossen hat. Dem kann jedoch nicht gefolgt werden. Die (vorzeitige) Abberufung obliegt dem Aufsichtsrat. Eine Einflußnahmemöglichkeit hat die Hauptversammlung nur über ein Mißtrauensvotum gemäß § 84 III 2 AktG. Dabei ist jedenfalls fraglich, ob ein entsprechendes Votum der Hauptversammlung (wegen verweigerter Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien) nicht ein offenbar unsachlicher Grund i.S.d. § 84 III 2 AktG a.E. ist. Je nach Satzungsbestimmung (§ 68 II 4 AktG) zu den Gründen einer Zustimmungsverweigerung i.S.d. § 68 II AktG wird man das annehmen müssen. Will man eine Pflicht zur Durchsetzung der Zustimmung zur Übertragung mit gesellschaftsrechtlichen Mitteln annehmen, so erschiene es plausibler, wenn man sich hierfür einer Satzungsänderung bediente. Damit könnte die Hauptversammlung gemäß § 68 II 3 AktG die Kompetenz zur Zustimmungserteilung an sich ziehen.

⁸¹³ Vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7.

⁸¹⁴ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 37 m.w.N.

⁸¹⁵ HÜFFER, § 68 RN 15. Anders nur im Falle einer rechtsmißbräuchlichen Verweigerung der Zustimmung. In diesen Fällen ist die betreffende Willenserklärung unwirksam; das zustimmungsbedürftige Rechtsgeschäft „Übertragung“ ist immer noch schwebend unwirksam; LUTTER in Kölner Kommentar RN 38; HEFERMEHL/BUNGEROTH in Geßler/Hefermehl, § 68 RN 137.

⁸¹⁶ Vgl. hierzu ausführlicher LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 37 m.w.N.

⁸¹⁷ Gemäß § 826 BGB sind auch Schadensersatzansprüche seitens des Erwerbers gegenüber dem Vorstand direkt denkbar.

⁸¹⁸ LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 48.

(a) Umgehung durch Stimmbindungsverträge

Im Ergebnis kann es jedoch nicht verhindert werden, daß ein Dritter als potentieller Übernehmer auf schuldrechtlicher Basis über einen Stimmbindungsvertrag mit Aktionären⁸¹⁹ ein wirtschaftlich gleichwertiges Ergebnis erreicht.⁸²⁰ Der Aktionär unterwirft sich dabei vertraglich den Weisungen des potentiellen Übernehmers und tritt möglicherweise auch seinen Dividendenanspruch ab. Im Gegenzug läßt sich der „Veräußerer“ von seinem Kursrisiko freistellen.⁸²¹ Der im Aktienregister eingetragene Aktionär wird somit gleichsam zum Treuhänder der nunmehr vom „Erwerber“ wahrgenommenen wirtschaftlichen Interessen an der Aktie.⁸²²

Grundsätzlich sind „horizontale“ Stimmbindungsverträge wirksam.⁸²³ Strittig ist nur, ob solche zur Umgehung der Vinkulierungswirkung nicht unwirksam sind.⁸²⁴ Mit der überwiegenden Meinung wird man eine solche Umgehung nicht gelten lassen und sie – mit je unterschiedlichen Rechtsfolgen – entweder mit einer Beweislastumkehr für abstimmende Aktionäre⁸²⁵, der schwebenden Unwirksamkeit bis zur Zustimmung durch die Gesellschaft⁸²⁶ oder gar der Nichtigkeit⁸²⁷ entsprechender Verträge, belegen.

⁸¹⁹ Dies können entweder bisherige Aktionäre sein oder auch Dritte, die als Treuhänder erst noch Anteile an der Gesellschaft erwerben und – im Gegensatz zum „Übernehmer“ – die Zustimmung zum Erwerb erhalten, vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 48 m.w.N.

⁸²⁰ Vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6; KLEIN, NJW 1997, 2085, 2087.

⁸²¹ Solche Vereinbarungen können so weit gehen, daß der „Erwerber“ alle mit der Aktie verbundenen Vermögenswerte bis hin zum wirtschaftlichen Eigentum innehat. Vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6.

⁸²² Hierbei gehen vertragsgemäß die vermögensmäßigen mitgliedschaftlichen Rechte und Pflichten auf einen Erwerbsinteressenten über (lediglich eine auch zur Stimmrechtsausübung berechtigende Legitimationsübertragung auf diesen scheidet an der wegen § 68 II AktG unzulässigen dinglichen Rechtsübertragung, vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6). Der Aktionär und „Veräußerer“ dieser Rechte unterliegt vertragsgemäß den Weisungen des Erwerbsinteressenten; vgl. LUTTER/GRUNEWALD, AG 1989, 109, 110.

⁸²³ Die Wirksamkeit wird aus § 136 II AktG e contrario abgeleitet. § 136 II AktG verbietet ausdrücklich (nur) vertikale Stimmbindungsverträge.

⁸²⁴ Vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 697: „Nichtiges Umgehungsgeschäft“; auch OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6 hält solche Stimmbindungsverträge für unwirksam.

⁸²⁵ Der (vermeintlich) faktisch gebundene Aktionär soll dann von der Stimmrechtsausübung suspendiert werden, bis er den Nachweis fehlender Bindung erbracht hat, vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 697. Diese Idee erscheint jedoch reichlich gewagt. In der Auferlegung der Beweislast unter Androhung der Stimmrechtssuspendierung ist ein nicht zu rechtfertigender Eingriff in ein zentrales mitgliedschaftliches Recht des Aktionärs zu erblicken. Dabei ist nicht ersichtlich, wie der einzelne Aktionär einen solchen Beweis faktisch erbringen könnte.

⁸²⁶ Die schwebende Unwirksamkeit (sog. Normanwendungstheorie) wird man wohl als die am meisten sachgerechte Rechtsfolge ansehen müssen. Die Sanktion der Nichtigkeit geht schließlich weiter als die in direkter Anwendung des 68 II (=schwebende Unwirksamkeit bis zur Zustimmung). Die Verträge bleiben bis zur Zustimmung durch die Gesellschaft schwebend unwirksam, wenn die Vinkulierung der Abwehr von unerwünschtem Einfluß dient, und einem Dritten durch die Stimmbindung ein dauerhafter Einfluß auf die Zielgesellschaft gewährt werden soll, LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 49. Dies soll aber nicht gelten, wenn es mit dem Stimmbindungsvertrag nicht zu einem umfassenden, d.h. sämtliche Beschlußgegenstände erfassenden und dauerhaften Einfluß auf die Gesellschaft kommt, LUTTER/GRUNEWALD, AG 1989, 109, 112. Begründet wird diese Differenzierung damit, daß im letzten Fall die Einflußnahme auf die Gesellschaft – im Gegensatz zu einer umfassenden und dauerhaften Stimmbindung – nicht gleichsam die Qualität des Einflusses eines Aktionärs hat. Eine Umgehung der Vinkulierungswirkung liegt daher nicht vor, LUTTER/SCHNEIDER, ZGR 1975, 182, 183 m.w.N.

⁸²⁷ Eine Nichtigkeit kann gemäß §§ 134, 138 BGB begründet werden; dann sind solche Geschäfte aber auch nicht genehmigungsfähig.

Selbst wenn man jedoch entsprechende Stimmbindungsverträge wegen Umgehung der Vinkulierung als unwirksam betrachtet, bedeutet das im Ergebnis nicht, daß der im Aktienregister eingetragene Aktionär sich nicht (faktisch) verpflichtet sieht, den Weisungen seines Vertragspartners zu folgen.⁸²⁸ Folgt er diesen, obwohl der Stimmbindungsvertrag unwirksam ist, so bleibt dies ohne Einfluß auf die Wirksamkeit seiner Stimmrechtsausübung.⁸²⁹ Insbesondere wird ein so gefaßter Hauptversammlungsbeschluß damit noch nicht nach § 243 II AktG anfechtbar. Schließlich liegt auch kein unzulässiger Stimmenkauf nach § 405 III Nr. 6, 7 AktG vor, weil das dem Aktionär gezahlte Entgelt Gegenleistung für die Verschaffung der mit der Aktie verbundenen Vermögensrechte und nicht Bestechungsgeld, d.h. eben nicht final hingegabenes Geld für ein bestimmtes Stimmverhalten ist.⁸³⁰

Technisch sind entsprechende Ergebnisse auch durch vertragliche Absprachen mit vielen Kleinaktionären zu erzielen. In aller Regel üben (kleine) Einzelaktionäre ihr Stimmrecht nicht höchstpersönlich, sondern über eine Stimmrechtsvollmacht nach § 135 AktG durch eine beauftragte Depotbank aus. Beauftragt der Aktionär seine Depotbank, und sei es nur stillschweigend⁸³¹ nach Maßgabe des § 135 V AktG, in einer bestimmten, den Interessen seines Vertragspartners entsprechenden Weise abzustimmen, so kann hierin weder eine der Stimmrechtsabtretung wirtschaftlich gleichzusetzende Bevollmächtigung noch eine Umgehung der Vinkulierung gesehen werden.⁸³² Schließlich übt die Depotbank das Stimmrecht nur im Rahmen der bestehenden Rechte des Aktionärs und innerhalb der Bestimmungen des § 135 VII AktG aus. Hat eine Vielzahl von Namensaktionären⁸³³ ihre Vermögensinteressen an denselben Vertragspartner verkauft, kann nichts anderes gelten. Insbesondere für den Fall, daß sich die Vorschläge der depotführenden Bank mit den Vorstellungen des „Vertragspartners“ (=Bieter/Erwerber) der einzelnen (Klein-)Aktionäre (zufällig) decken, kann deren stillschweigendes Einverständnis mit den Abstimmungsvorschlägen der Depotbank, dem „Erwerber“ die gebündelte Wahrnehmung seiner Interessen über die Depotbank in der Hauptversammlung verschaffen.

⁸²⁸ Vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6.

⁸²⁹ Es kann dem Aktionär auch nicht entgegengehalten werden, daß er in wirtschaftlicher Hinsicht nicht mehr Aktionär sei. Dagegen spricht schon die aufrecht erhaltene Eintragung im Aktienregister, die ihm aufgrund der unwiderleglichen Vermutung gemäß § 67 II AktG zwingend – im Verhältnis zur Gesellschaft unabhängig von der materiellen Rechtslage – alle mitgliedschaftlichen Rechte und Pflichten vermittelt, vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6.

⁸³⁰ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6.

⁸³¹ Z.B. für den Fall, daß sich die Vorschläge der depotführenden Bank mit den Vorstellungen des „Vertragspartners“ des Aktionärs (zufällig) decken.

⁸³² OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7. Der Sachverhalt ist genauso zu beurteilen, wie wenn der Aktionär in der Hauptversammlung persönlich votiert.

⁸³³ Die ihre Aktien auch möglicherweise bei einer einzigen Depotbank in Verwahrung gegeben haben.

(b) Umgehung durch Stimmrechtsvollmachten

Hierbei erteilt der Aktieninhaber einem Dritten generelle⁸³⁴ Vollmacht zur Stimmrechtsausübung.⁸³⁵ Dieser votiert in der Hauptversammlung sodann nach seinem Gusto, was regelmäßig innerhalb der vertraglichen Absprache zwischen dem Aktionär und dem Bevollmächtigten liegt. Die Umgehung der Vinkulierung liegt dann darin, daß die Willensbildung in der Hauptversammlung nicht mehr unter Teilnahme des (eigentlichen) Aktionärs stattfindet, sondern statt diesem ein Dritter – dessen Einfluß auf die Willensbildung in der Hauptversammlung durch die Vinkulierung möglicherweise gerade hätte verhindert werden sollen – seine originären Vorstellungen mittels derivativem Stimmrecht in die Gesellschaftspolitik einbringt.

Wie schon bei den Stimmbindungsverträgen gilt auch hier, daß vertragliche Absprachen zur Umgehung der Vinkulierung in aller Regel über die unmittelbaren Vertragsparteien hinaus nicht transparent werden. Die tatsächlichen Motive und Abhängigkeiten zwischen den Vertragspartnern werden nach außen nicht offenkundig.⁸³⁶ Das bedeutet, daß die regelmäßige Unwirksamkeit solcher Verträge in fast allen Fällen von der Gesellschaft⁸³⁷ unentdeckt bleiben wird.⁸³⁸ Schließlich werden, der Natur der Sache nach, die Vertragsparteien an einer Feststellung der Unwirksamkeit eines solchen Vertrages kein Interesse haben. Der wirtschaftliche Erfolg der Abrede ist – unterstellt man, daß entsprechende Verträge unter unerfahrenen Privatleuten nicht zustande kommen – von beiden Parteien in aller Regel auch nach Vertragsabschluß noch gewollt. Die rechtliche Qualifizierung des schuldrechtlichen Geschäftes zur Stimmabgabe zwischen dem Inhaber der vinkulierten Namensaktien und einem Dritten wird also kaum Auswirkungen auf das „Ob“ und „Wie“ der Stimmabgabe im konkreten Einzelfall haben.

(c) Rechtliche Auswirkungen von Umgehungstatbeständen auf Hauptversammlungsbeschlüsse

Sollte es gleichwohl im Einzelfall gelingen, eine konkrete Umgehung nachzuweisen, so stellt sich immer noch die Frage der (rechtlichen) Auswirkungen auf die Beschlußfassung in der Hauptversammlung.⁸³⁹ Wenn die jeweiligen Stimmen für das festgestellte Abstimmungser-

⁸³⁴ Erstreckt sich die Vollmacht lediglich auf einzelne Punkte, kommt eine Umgehung der Vinkulierung regelmäßig noch nicht in Betracht. Insoweit gelten die gleichen Erwägungen wie im Rahmen von Stimmbindungsverträgen; siehe soeben *sub (a)*.

⁸³⁵ Eine solche Bevollmächtigung ist auch seitens des Inhabers einer vinkulierten Namensaktie zulässig, vgl. HEFERMEHL/BUNGEROTH in Geßler/Hefermehl, § 68 RN 157.

⁸³⁶ Stimmt der Bevollmächtigte in der Hauptversammlung „offiziell“ weisungsgebunden ab, so bringt er lediglich den originären Willen des Inhabers der Aktie(n) in die Hauptversammlung ein. Eine Umgehung der Vinkulierung wird darin noch nicht erkannt, SIEVEKING/TECHNAU, AG 1989, 17, 18; wohl anders LUTTER/GRUNEWALD, AG 1989, 109, 113.

⁸³⁷ Darüber hinaus darf man wohl annehmen, daß in den meisten Fällen solche Verträge auch nicht von den Vertragsparteien einer exakten rechtlichen Überprüfung unterzogen werden.

⁸³⁸ Anders als bei Stimmbindungsverträgen kommt eine schwebende Unwirksamkeit – bis zur Erteilung der Genehmigung durch die Gesellschaft – im Rahmen einer Vollmachtserteilung nicht in Betracht. Mit der Erteilung einer Vollmacht handelt es sich um ein einseitiges Rechtsgeschäft, wofür lediglich eine generelle Unwirksamkeit in Frage kommen kann, LUTTER/GRUNEWALD, AG 1989, 109, 113.

⁸³⁹ Vgl. hierzu LUTTER/GRUNEWALD, AG 1989, 109, 114 ff.

gebnis kausal sind, so ist der Hauptversammlungsbeschluß gemäß § 243 II AktG anfechtbar, falls die Stimmabgabe unwirksam ist.⁸⁴⁰

Im Falle der Umgehung durch Bevollmächtigung führt die unwirksame Vollmacht dazu, daß der Bevollmächtigte keine wirksame Willenserklärung abgeben kann.⁸⁴¹

Im Falle von Stimmbindungsverträgen ist die Willenserklärung bei der Stimmabgabe in der Hauptversammlung wirksam. Vertreten wird jedoch auch, daß die hinsichtlich der Umgehung der Vinkulierung virulenten Stimmen bei der Feststellung des Beschlußergebnisses nicht mitzuzählen sind.⁸⁴² Ein Verstoß gegen die Vinkulierung sei gleichzeitig ein Verstoß des Aktionärs gegen die Satzung der Gesellschaft. Darin wird eine Treupflichtverletzung gesehen, welche die Stimmabgabe unwirksam mache.⁸⁴³ Nach richtiger Ansicht⁸⁴⁴ ist das voluntative Element, die Motivation des einzelnen Aktionärs für die konkrete Stimmabgabe, einer rechtlichen Überprüfung nicht zugänglich und wäre überdies faktisch nicht nachzuweisen. Wollte man daran dennoch Rechtsfolgen knüpfen, würde dies zu einer unerträglichen Rechtsunsicherheit führen.

Weil die Darlegungs- und Beweislast im Rahmen einer Anfechtung gemäß § 243 II AktG beim Kläger liegt, sind die Erfolgsaussichten wegen der erdrückenden Beweisprobleme verschwindend gering.⁸⁴⁵

(6) Nachteile und zusammenfassende Bewertung der Maßnahme

Tatsächlich ist es denkbar, daß trotz einer Vinkulierung ein öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre ergeht. Für den – dann zu erwartenden – Fall, daß die Erteilung der Zustimmung zur Übertragung auf den Bieter verweigert wird, können schließlich Modalitäten in den Verträgen vorgesehen sein, wonach die Kaufverträge unter der aufschiebenden Bedingung einer späteren Genehmigung stehen.⁸⁴⁶ Praktischer Wert ist einem solchen Vorgehen eines Bieters jedoch nicht beizumessen. Sowohl für den Bieter als auch für die Aktionäre, die das bedingte Kaufangebot annehmen, ist ein solches Vorgehen mit äußerst großer und lang andauernder Unsicherheit verbunden. Die Anstrengung der (alten oder neuen) Aktionäre, über ihr Stimmrecht in der Hauptversammlung den Willen des Vorstandes zu brechen – etwa durch Änderung der Vinkulierungsbestimmungen in der Satzung oder gar Austausch der Leitungsorgane –, ist langwierig und aufwendig. Alle Parteien leiden in solchem Falle unter der Rechtsunsicherheit, bis feststeht, ob sich eine erforderliche Mehrheit unter den Aktionären findet. Daher sind derart aufschiebend bedingte Übernahmeangebote – deren rechtliche Zulässigkeit vorausgesetzt – in der Praxis nicht zu erwarten.

⁸⁴⁰ Gegebenenfalls können in eindeutigen Fällen unwirksame Stimmen auch unmittelbar in der Hauptversammlung zurückgewiesen werden.

⁸⁴¹ SIEVEKING/TECHNAU, AG 1989, 17, 20.

⁸⁴² LUTTER/GRUNEWALD, AG 1989, 109, 115.

⁸⁴³ Zum gleichen Ergebnis kommen SIEVEKING/TECHNAU, AG 1989, 17, 22, 24.

⁸⁴⁴ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 6; BOESEBECK NJW 1960, 7, 8; WEISNER, S. 185 m.w.N.

⁸⁴⁵ Vgl. hierzu HÜFFER, § 243 RN 60.

⁸⁴⁶ Vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7.

Die Austragung eines etwaigen Streites zwischen dem Vorstand der Aktiengesellschaft und dem veräußerungswilligen Aktionär, der eine Zustimmung zur Übertragung begehrt, kann – je nach Tragweite der Auseinandersetzung – einen erheblichen Schaden bei der Gesellschaft verursachen.⁸⁴⁷

Eine Schwachstelle liegt auch in den Schwierigkeiten bei der nachträglichen Vinkulierung. Wenn die Satzung einer Gesellschaft nicht bereits eine Ermächtigung zur Ausgabe vinkulierter Namensaktien vorsieht, ist diese nur mit dem Einverständnis aller betroffenen Aktionäre möglich, § 180 II AktG. Eine spätere Ausgabe (junger) vinkulierter Namensaktien ist jedoch dennoch – auch in einer Publikumsgesellschaft mit breiter Streuung des Grundkapitals – möglich.⁸⁴⁸ Es müssen zwar sämtliche Altaktionäre zustimmen, die aufgrund ihres Besitzes von nichtvinkulierten Aktien ein Bezugsrecht auf die neu auszugebenden (vinkulierten) Aktien haben. Im Rahmen einer (anstehenden) Kapitalerhöhung ist eine nachträgliche Vinkulierung jedoch durch die Schaffung einer neuen Gattung von Aktien unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre denkbar und empfehlenswert. Die neuen Aktien können dann einem bevorzugten Aktionär oder auch Arbeitnehmern oder Mitgliedern der Geschäftsführung (§ 192 II Nr. 3 AktG) zugewiesen werden und sind obendrein vor „mißbräuchlicher“ Weiterveräußerung sicher.

Zwar fehlen der vinkulierten Aktie die Eigenschaften der Anonymität und der Fungibilität. Mithin ist die Verkehrsfähigkeit der Aktie deutlich herabgesetzt. Die Verkehrsfähigkeit von Wertpapieren ist zudem ein wertbildender Faktor, bei börsennotierten Werten eine kurssensible Tatsache. Wegen der erschwerten Übertragbarkeit gelten vinkulierte Namensaktien daher am Kapitalmarkt als unbeliebt.⁸⁴⁹ Für – insbesondere börsennotierte – Publikumsgesellschaften mit einer breiten Streuung der Aktien erscheinen Vinkulierungen prima facie als widersprüchlich.⁸⁵⁰ Nach hier vertretener Auffassung muß dies jedoch keineswegs so sein. Entscheidend kommt es nur auf die konkrete Vinkulierungsklausel, insbesondere etwaige festgeschriebene Verweigerungsgründe an. Sind diese eher restriktiv und auf bestimmte Fälle fokussiert, sind die Aktionärsinteressen in Wirklichkeit kaum berührt. Der Gefahr des Mißbrauches seitens des Managements⁸⁵¹ zugunsten eigennütziger Interessen kann genauso durch eine sorgfältige Formulierung der zulässigen Verweigerungsgründe vorgebeugt werden. Wird dies im Rahmen der Investor Relations gut kommuniziert, so dürften die negativen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt begrenzt bleiben.

Zu empfehlen ist es, vinkulierte Namensaktien in Form einzelner Pakete auszugeben, die bei „befreundeten“ Investoren geparkt werden können. Die Satzung sollte Verweigerungsgründe für den Vorstand vorsehen. In Betracht kommt insbesondere die Verteidigung der Selbstän-

⁸⁴⁷ Vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 697, unter Anführung des Beispiels der Springer AG mit einer entsprechenden Auseinandersetzung zwischen der Verwaltung und dem Aktionär Leo Kirch.

⁸⁴⁸ Anderer Ansicht offenbar RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 696.

⁸⁴⁹ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27.

⁸⁵⁰ OTTO (DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7) spricht gar von der Vinkulierung als einem Fremdkörper in einem auf uneingeschränkte Fungibilität aufbauenden Aktienrecht.

⁸⁵¹ Siehe hierzu z.B. KLEIN, NJW 1997, 2085, 2087.

digkeit. Je nachdem ob man dem Vorstand möglichst freie Hand geben möchte, öffnet man den Katalog der Verteidigungsgründe für sonstige, nicht aufgeführte Gründe.⁸⁵² Ein Zustimmungsverbot kann insbesondere für Aktiengesellschaften mit überschaubarem Aktionärskreis, insbesondere Familiengesellschaften, in Frage kommen.

Zulässig und besonders empfehlenswert ist die satzungsgemäße Ausnahme bestimmter Fallgruppen vom Zustimmungserfordernis. In Betracht kommt insbesondere die Ausnahme aller Übertragungen, die börslich abgewickelt werden. Die Belastung für den Kapitalmarkt bleibt dadurch gering. Der nicht konsentierter Kontrollerwerb über ein öffentliches Übernahmeangebot und außerbörsliche Paketerwerbe bleiben dann immer noch der Zustimmung durch den Vorstand vorbehalten.

Die möglichen Umgehungstatbestände einer Vinkulierung sind zahlreich. Jedoch ist allen Umgehungsmöglichkeiten gemeinsam, daß entsprechende vertragliche Absprachen nur befristet wirken oder nur für einzelne Abstimmungsgegenstände gelten. Solche Verträge unterliegen viel stärker einer Reversibilität als ein dinglicher Erwerbstatbestand. Sie unterliegen ähnlich wie schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen einem erheblichen Unsicherheitsfaktor.⁸⁵³ Insbesondere für eine beabsichtigte Konzernierung durch eine Bietergesellschaft scheiden die Umgehungstatbestände in aller Regel als Alternative zum dinglichen Erwerb aus.

Insgesamt stellt die Vinkulierung daher ein sehr effektives Mittel zur Abwehr unerwünschter Übernahmen dar. Kommt im Einzelfall eine Vinkulierung nicht in Betracht, so ist dennoch die Einführung von Namensaktien bereits wegen der gesteigerten Kommunikationsmöglichkeiten mit den Aktionären zu empfehlen. Sie ermöglichen gewaltige Fortschritte bei den Investor Relations, weil die Gesellschaft ihre Aktionäre persönlich ansprechen kann. Bei Neugründung einer Aktiengesellschaft ist die Ausgabe von Namensaktien generell zu empfehlen. Auch eine spätere Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien ist jedoch per Satzungsänderung auch ohne Zustimmung der betroffenen Aktionäre zulässig.

bb) Schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen (inklusive von Vorkaufsrechten oder Vereinbarung von Andienungspflichten)

Außerhalb der Satzung läßt sich eine faktische Vinkulierung nur durch schuldrechtliche Vereinbarungen erreichen.

(1) Wirkungsweise und Anwendungsbereich

Der Abschluß von schuldrechtlichen Vereinbarungen soll die Beschränkung der freien Übertragbarkeit der Aktien bezwecken. Vertragsparteien sind dabei der einzelne Aktionär einerseits und die Gesellschaft andererseits. Solche Verträge als Instrument zur Kontrolle des Gesellschafterkreises können aus praktischen Gründen nur mit einzelnen oder einigen weni-

⁸⁵² Z.B. durch die Formulierung „Insbesondere...“.

⁸⁵³ Siehe hierzu sogleich *sub (2) (c)*.

gen Großaktionären geschlossen werden.⁸⁵⁴ Gibt es eine entsprechende Kumulierung von Aktien bei einzelnen Aktionären nicht, scheidet die Maßnahme von vornherein aus. Für Publikumsgesellschaften mit einer breiten Streuung der Aktien ist dieses Instrument daher wenig brauchbar.⁸⁵⁵

In concreto können solche Verträge in Abstufung der Intensität der Fungibilitätsbeschränkung als (echte) Verfügungsbeschränkung, als Übernahme von Andienungspflichten oder als Einräumung von Vorkaufsrechten ausgestaltet werden. Die Abstufung muß nicht im materiellen Gehalt des Konsortialvertrages liegen, sondern kann auch auf den verschiedenen Mitteln seiner Durchsetzung beruhen: vom bloßen Vertrauensprinzip über ein gemeinsames Depot, über das nur bestimmte Personen verfügen können, bis hin zu spürbaren Vertragsstrafen.

Eine Einräumung von Vorkaufsrechten oder die Übernahme von Andienungspflichten, läßt sich grundsätzlich zwischen einzelnen Aktionären oder zwischen Aktionären und Dritten vertraglich vereinbaren.⁸⁵⁶ Ein gegenseitig eingeräumtes qualifiziertes Vorkaufsrecht kann – auch wenn es nicht ausgeübt wird – über eine Preisbindung, etwa anlehnend an die jeweiligen Börsenkurse, Einfluß auf die Auswahl der Erwerber nehmen. Die Ausübung des Vorkaufsrechtes ist dabei ex ante nicht an das Preisgebot des „externen Angebotes“ geknüpft. Der Preis des Vorkaufsberechtigten wird vielmehr regelmäßig darunter liegen. Von der Ausübung nimmt dieser nur Abstand, falls an einen gewogenen „White Knight“ verkauft wird.

Für Verfügungsbeschränkungen im übrigen – wonach sich der Aktionär verpflichtet, seine Aktien an bestimmte potentielle Erwerber oder Erwerbsgruppen nicht zu veräußern – kommt eine vertragliche Bindung ausschließlich zwischen dem Aktionär und der Gesellschaft in Betracht. Soll sich ein Aktionär durch eine vertragliche Bindung gegenüber der Gesellschaft einer Verfügungsbeschränkung unterwerfen, so kommt als handelndes Organ seitens der Gesellschaft nur der Vorstand in Betracht.⁸⁵⁷ Für diesen ist jedoch die Zuständigkeit für solche schuldrechtlichen Vereinbarungen umstritten.⁸⁵⁸ Nimmt man entgegen der in § 3 vertretenen These an, daß dem Vorstand zum Abschluß solcher Verträge – mangels Kompetenz zur Beeinflussung des Aktionärskreises – die Geschäftsführungsbefugnis fehlt, so kommt man folgerichtig zur Unwirksamkeit dieser Verträge. Die herrschende Meinung geht jedoch von der Zulässigkeit solcher Vereinbarungen aus.⁸⁵⁹

⁸⁵⁴ So finden diese auch typischerweise in der Praxis mehr bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH; mit regelmäßig kleinerem Gesellschafterkreis) als bei Aktiengesellschaften Anwendung, vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 698.

⁸⁵⁵ So auch RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 698.

⁸⁵⁶ Entsprechende Verträge zwischen den Aktionären oder mit Dritten sind zulässig. Dies ergibt sich bereits aus der Verfügungsmacht des Aktionärs über seine eigenen Gesellschaftsanteile.

⁸⁵⁷ Dies ist aus Gründen der Zielsetzung, die mit solchen Verträgen verbunden ist, vorgegeben. Schließlich will der Vorstand seine Vorstellungen manifestieren.

⁸⁵⁸ Ablehnend OTTO, 1991, 369, 373 und IMMENGA, AG 1992, 79, 81.

⁸⁵⁹ Siehe BARTHELMESS/BRAUN, AG 2000, 172, 177 m.w.N.; LUTTER in Kölner Kommentar, § 54 RN 22. Bestritten in den Untersuchungen von OTTO, AG 1991, 369 ff. und IMMENGA, AG 1992, 79 ff.

(2) Praktische Bedeutung

Die praktische Bedeutung schuldrechtlicher Übertragungsbeschränkungen dürfte eher gering sein. In Betracht kommen – wie oben dargestellt – als Vertragspartner nur Großaktionäre. Sollen derartige Verträge die seitens des Vorstandes gewünschte Wirkung entfalten, bedarf es zusätzlicher Sicherheiten in Form von Vertragsstrafen o.ä. Sucht man nach potentiellen Motiven für einzelne Großaktionäre zum Abschluß solcher, erheblich in deren Liquidität eingreifende vertragliche Selbstbindungen, so kommt freilich nur die Inaussichtstellung oder Bereitstellung ökonomischer Vorteile in Betracht.

(3) Schwachstellen und Bewertung der Maßnahme

Bei Vorkaufsrechten handelt es sich um (lediglich) schuldrechtliche Verpflichtungen. Mithin wirken diese nur *inter partes*. Die dingliche Ebene ist davon nicht berührt.⁸⁶⁰ Das heißt, die Verfügungsbefugnis über die Aktie, das Recht zur autonomen Veräußerung, bleibt stets beim Aktionär. Hält er sich dabei nicht an die schuldrechtlichen Abreden mit einem Dritten, insbesondere mit der Gesellschaft selbst, so bleibt davon die Wirksamkeit einer etwaigen Veräußerung – insbesondere des dinglichen Verfügungsgeschäfts – unberührt, vgl. § 137 BGB.⁸⁶¹ Eine Absicherung des Vorkaufsrechtes in der Satzung scheidet aus. Außerhalb einer Vinkulierung von Namensaktien sind (dingliche) Übertragungsbeschränkungen als Einschränkung der Verfügungsmacht über die Anteile an der Gesellschaft nicht zulässig.⁸⁶²

Will der Vorstand also wirklich sichere Kontrolle über die Erwerbsvorgänge an Gesellschaftsanteilen erhalten, müssen die schuldrechtlichen Abreden abgesichert werden.⁸⁶³ In Betracht kommt dabei die Vereinbarung einer Vertragsstrafe.⁸⁶⁴ Dabei ist zu berücksichtigen, daß eine echte Sicherheit nur gewährleistet ist, wenn die Vertragsstrafe eine „empfindliche“ Höhe erreicht. Schließlich steht zu befürchten, daß ein potentieller Übernehmer bereit ist, erhebliche Zuzahlungen zu leisten, eingeschlossen einer etwaigen Vertragsstrafe für den Veräußerer. Eine Möglichkeit zur dinglichen Absicherung besteht darin, daß die Vertragsparteien auf Seiten der Aktionäre ihre vertraglich gebundenen Gesellschaftsanteile in eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts einbringen. In diesem Fall unterliegt die Verfügung über die

⁸⁶⁰ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 68 RN 23.

⁸⁶¹ Für den Vertragspartner des Aktionärs (Dritte oder die Gesellschaft selbst) bleiben dann höchstens etwaige Schadensersatzansprüche wegen des vertragswidrigen Verhaltens. Im Gegensatz dazu ist durch eine Vinkulierung praktisch gesichert, daß der Aktionär der gewünschten „Veräußerungskontrolle“ treu bleibt.

⁸⁶² Vgl. nur IMMENGA, AG 1992, 79, 80 m.w.N.

⁸⁶³ Vereinzelt wird die Möglichkeit der gerichtlichen Durchsetzung des Vorkaufsrechtes ins Feld geführt, vgl. HLAWATI/BIRKNER/GRAF, *ecolex* 2000 84, 90. Sind die Aktien übertragen, bleiben dem Vorkaufsberechtigten höchstens noch Schadensersatzansprüche gegen den vertragsbrüchig an einen Dritten veräußernden Aktionär. Aber selbst mittels einer einstweiligen Verfügung kann in aller Regel nicht mehr rechtzeitig eine (dingliche) Übertragung der Aktien an einen unerwünschten Bieter verhindert werden.

⁸⁶⁴ Eine dingliche Sicherung wäre eine Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen.

einzelnen Aktien der BGB-Gesellschafter der gesamthänderischen Bindung.⁸⁶⁵ Ein Ausschließen einzelner (Groß-)Aktionäre aus dem Konsortium ist also erheblich erschwert.

Für all diese Fälle, ob dies nun Verträge zwischen Aktionären oder zwischen Aktionären und der Gesellschaft betrifft, ist nicht ersichtlich, mit welchen (zulässigen) Mitteln der Vorstand die Aktionäre motivieren kann, solche Abreden zugunsten der Gesellschaft zu treffen. Dies gilt um so mehr, als sie sich dabei ihrer Verfügungsrechte entledigen und/oder sich der Drohung erheblicher Vertragsstrafen aussetzen sollen. Schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen sind im Ergebnis – jedenfalls außerhalb sogenannter „Standstill Agreements“⁸⁶⁶ – zur Abwehr feindlicher Übernahmeangebote nicht geeignet.

b) Maßnahmen, die an den Motiven zum Erwerb von Anteilen an der Gesellschaft ansetzen

aa) Veräußerung von Gesellschaftsvermögen⁸⁶⁷

(1) Wirkungsweise der Maßnahme

Veräußerungen von Unternehmensbestandteilen im Rahmen des „hostile takeover defence“ greifen an den Motiven des Bieters an. Ausgangspunkt ist der Gedanke, daß der Bieter ein spezifisches Interesse an bestimmten – in der Regel besonders wertvollen⁸⁶⁸ – Bestandteilen des Unternehmens als Motiv zum mehrheitlichen Beteiligungserwerb mitbringt. Die Maßnahme soll dem potentiellen Übernehmer den Anreiz der Übernahme nehmen. Oft wird als Käufer ein Dritter gesucht, von dem die Vermögensgegenstände später wieder zurückgekauft werden können. Der Verkauf oder auch nur die Androhung des Verkaufs von besonders wichtigen Vermögensgegenständen wurde besonders in Großbritannien und den USA eingesetzt.⁸⁶⁹ Benötigt die Gesellschaft die Vermögensgegenstände weiterhin, so kann sie diese gleichzeitig durch Vereinbarung von Leasing- oder Pachtverträgen nutzen.⁸⁷⁰ Möglich ist auch die Ausschüttung der durch die Veräußerungserlöse entstandenen Buchgewinne als Dividende an die Aktionäre.⁸⁷¹

Die Maßnahme kommt insbesondere für Gesellschaften mit tendenziell hohem Konglomerationsgrad gerade in der Prävention in Betracht, wenn die Gefahr etwaiger bevorstehender

⁸⁶⁵ Hierin liegt auch keine Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen, weil die dingliche Sicherung hierbei zwischen den Aktionären vereinbart wurde.

⁸⁶⁶ Siehe hierzu im einzelnen dort (*sub A.IV.1.d.*).

⁸⁶⁷ Aus dem anglo-amerikanischen Kreis bekannt unter Spin Offs oder Demergers und Sell Offs oder Disposals.

⁸⁶⁸ Sog. „crown jewels“.

⁸⁶⁹ Vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 191 m.w.N. zur US-amerikanischen Praxis.

⁸⁷⁰ Vgl. HERRMANN, S. 125.

⁸⁷¹ Dadurch *kann* der Kurs der Aktie steigen, wodurch sich die Übernahme für potentielle Bieter relativ verteuert. Ein kalkulierter Übernahmeertrag schmälert sich; vgl. hierzu HERRMANN, S. 125, der allerdings davon ausgeht, daß sich der Kurs zwingend erhöht.

Übernahmeversuche erdrückend ist. Umgekehrt wird sie für Gesellschaften, die kaum eine Diversifikation aufweisen, eher von vornherein ausscheiden.⁸⁷²

(2) Implementierung

Veräußert werden nicht Gesellschaftsanteile, sondern Vermögensbestandteile der Gesellschaft (sog. asset deal). Grundsätzlich ist der Vorstand gemäß § 76 AktG auch zur Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen oder Unternehmensbestandteilen befugt. Der Verkauf von Unternehmensteilen ist Geschäftsführungsmaßnahme und fällt in den ausschließlichen Bereich der Vorstandstätigkeit gemäß §§ 76 ff. AktG.⁸⁷³ Der Verkauf einzelner Vermögensgegenstände kann dabei grundsätzlich bis hin zu ganzen Betriebsabteilungen reichen.⁸⁷⁴

Aus strategischen Gründen kommt zur Abwehr unerwünschter Übernahmeversuche nur der Verkauf wesentlicher Vermögensgegenstände in Betracht. Dann stellt sich jedoch die Frage, ob die Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände oder gar des „ganzen“ Gesellschaftsvermögens noch innerhalb der Geschäftsführungskompetenzen des Vorstandes liegt. Es sind dies die Fälle, in denen mit der Veräußerung ein besonders starker Eingriff in den Unternehmensgegenstand und damit in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre verbunden ist.

(a) Veräußerung des „gesamten“ Gesellschaftsvermögens

§ 179a AktG ordnet die Zustimmung der Hauptversammlung an, wenn eine vertragliche Verpflichtung zur Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens getroffen werden soll.⁸⁷⁵ Nach wohl allgemeiner Meinung erstreckt sich der Anwendungsbereich des § 179a AktG jedoch auch auf die Fälle, in denen nach der Veräußerung lediglich unwesentliches Vermögen bei der Gesellschaft zurückbleibt. Die Grenze für die Wesentlichkeit orientiert sich dabei danach, ob die Gesellschaft mit dem in der Gesellschaft verbliebenen Restvermögensanteil den satzungsgemäßen Unternehmensgegenstand weiterverfolgen kann.⁸⁷⁶

⁸⁷² Ähnlich bereits HERRMANN, S. 125.

⁸⁷³ Die Hauptversammlung hat demnach nur eine Beschlußfassungsberechtigung, wenn gemäß § 119 II AktG der Vorstand dies verlangt.

⁸⁷⁴ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 191; MICHALSKI, AG 1997, 152, 159.

⁸⁷⁵ Die Anwendbarkeit des § 179a AktG setzt voraus, daß die Übertragung nicht unter das Umwandlungsgesetz (UmwG) fällt, § 179a I 1 AktG; siehe hierzu HÜFFER, § 179a RN 1, 4. Die Vorschrift bezweckt im wesentlichen den Schutz der Aktionäre vor unangemessener Vertragsgestaltung, besonders bei Übertragung an den bisherigen Mehrheitsaktionär.

⁸⁷⁶ D.h. anders als früher bei § 419 BGB (alt), der das Schuldnervermögen als Vollstreckungsobjekt regelte, bestimmt sich die Frage, was wesentlich oder unwesentlich ist, nicht durch Wertvergleich; HÜFFER, § 179a RN 5 mit zahlreichen Nachweisen; § 179a AktG ist z.B. auch bei Verbleib wesentlichen Vermögens in Form von Grundbesitz anwendbar, wenn nach einer Veräußerung die bisherigen Unternehmensziele nicht mehr verfolgt werden können. Erfasst sind damit nach nunmehr wohl herrschender Meinung auch die Fälle der sogenannten Satzungsunterschreitung. Ausgangspunkt dabei ist, daß über den satzungsgemäßen Unternehmensgegenstand (vgl. § 23 III Nr. 2 AktG) nicht seitens des Vorstandes disponiert werden kann. Eine (faktische) – i.d.R. dauerhafte – Unterschreitung dieses satzungsgemäßen Unternehmensgegenstandes wird dabei nach erfolgter Vermögensveräußerung zwangsweise erfolgen. Gegebenenfalls wird aus einer Betriebsgesellschaft eine reine Vermögensverwaltungsgesellschaft, vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 191. Demnach wird auch in solchen Veräußerungsfällen ein zustimmender Hauptversammlungsbeschluß mit satzungsändernder Mehrheit gemäß § 179a AktG gefordert.

Gemäß § 179a I i.V.m. § 179 II 1 AktG bedarf der Hauptversammlungsbeschluß grundsätzlich⁸⁷⁷ einer 75 %-igen Kapitalmehrheit und einer einfachen Stimmenmehrheit gemäß § 133 AktG.

Beim Vertragsschluß wird die Aktiengesellschaft durch ihren Vorstand vertreten. Schließt der Vorstand jedoch einen Vertrag ab, ohne einen gemäß § 179a AktG erforderlichen zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß, so kommt – mangels Vertretungsmacht des Vorstandes – kein wirksamer Übertragungsvertrag zustande.⁸⁷⁸

(b) Ausgliederung wesentlicher Unternehmensteile; besonders starker Eingriff in die Mitgliedsrechte der Aktionäre

In Fällen, in denen durch die Veräußerung von Unternehmensteilen grundlegend in die Struktur und Organisation der Gesellschaft eingegriffen wird, ist seit der sogenannten „Holzmüller-Entscheidung“ des BGH⁸⁷⁹ die Zustimmung der Hauptversammlung mit einfacher Mehrheit erforderlich.⁸⁸⁰ Das gilt bereits dann, wenn ein Betriebsteil auf eine neu gegründete Tochtergesellschaft übertragen wird. Dabei macht die Rechtsprechung keinen Unterschied, ob an dieser Tochtergesellschaft (bereits) Dritte beteiligt sind oder nicht.⁸⁸¹

Obwohl die Maßnahmen des Vorstandes formal noch von seiner Geschäftsführungsbefugnis gedeckt sind, ist der Vorstand demnach in diesen Fällen verpflichtet, gemäß § 119 II AktG eine Entscheidung der Hauptversammlung herbeizuführen. Der BGH hat entschieden, daß dies für all die Maßnahmen gilt, die so „tief in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse eingreifen, daß der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie in ausschließlich eigener Verantwortung treffen.“⁸⁸² Wo genau die Grenze hierfür verläuft, kann vorliegend offen bleiben.⁸⁸³ Richtigerweise wird man jedenfalls bei solchen Unternehmensteilen, deren Veräußerung eine nachhaltige Auswirkung auf die Attraktivität der Gesellschaft als Zielgesellschaft haben kann, einen entsprechend tiefen Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte und das Vermögeninteresse der Aktionäre annehmen müssen,⁸⁸⁴ so daß regelmäßig bei der Veräußerung sog. Crown Jewels zur Minderung der Attraktivität der potentiellen Zielgesellschaft eine Zuständigkeit der Hauptversammlung nach den „Holzmüller-Grundsätzen“ des BGH begründet ist.

⁸⁷⁷ Vorbehaltlich einer größeren, durch die Satzung festgelegten Mehrheit; § 179a I 2 AktG läßt ausdrücklich nur die Festsetzung einer größeren Kapitalmehrheit zu.

⁸⁷⁸ Der Vertrag wirkt jedenfalls nicht für und gegen die Gesellschaft; vgl. HÜFFER, § 179a RN 15.

⁸⁷⁹ BGHZ 83, 122, 132.

⁸⁸⁰ Zur Problematik der Ausgliederung nach „Holzmüller“ gemäß Umwandlungsrecht unter dem (neuen) UmwG, FEDDERSEN/KIEM, ZIP 1994, 1078 ff.

⁸⁸¹ Das gilt selbst dann, wenn die Hauptversammlung zuvor mit satzungsändernder Mehrheit eine Konzernierungsklausel beschlossen hat und diese exakt mit der vom Vorstand nun angestrebten Maßnahme begründet wurde, vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 191.

⁸⁸² BGHZ 83, 122, 131.

⁸⁸³ Vgl. hierzu näher LUTTER/LEINEKUGEL, ZIP 1998, 225, 230.

⁸⁸⁴ Zu den Schlußfolgerungen und der Kritik zu der Holzmüller-Entscheidung im allgemeinen siehe etwa GÖTZ, AG 1984, 85 ff.; REHBINDER, ZGR 1983, 92 ff.; GROSS, AG 1994, 266 ff.; MARTENS, ZHR 1983, 377 ff.; WESTERMANN, ZGR 1984, 352 ff.; HEINSIUS, ZGR 1984, 383 ff.; LUTTER/LEINEKUGEL, ZIP 1998, 225 ff.

Veranlaßt der Vorstand eine Veräußerung oder Ausgliederung unter Verstoß gegen die erforderliche Zustimmung der Hauptversammlung, so bleibt diese im Außenverhältnis in jedem Falle wirksam. Die Vertretungsmacht des Vorstandes ist nach § 82 I AktG im Außenverhältnis nur durch das Gesetz beschränkbar.⁸⁸⁵

(3) Materiell-rechtliche Voraussetzungen

Für die Wirksamkeit der Übertragung des Vermögens oder Bestandteilen davon ist zwar grundsätzlich keine Gegenleistung erforderlich. Insbesondere verlangt § 179a AktG keine Vereinbarung einer Gegenleistung. Vermögensgegenstände der Gesellschaft dürfen aber nicht unter ihrem objektiven Marktwert an einzelne Aktionäre übertragen werden.⁸⁸⁶ Erfolgt die Veräußerung unmittelbar oder mittelbar an Aktionäre, läge eine verbotene Einlagenrückgewähr i.S.d. § 57 I 1 AktG vor, wenn die Vermögensübertragung erfolgt.⁸⁸⁷ Dies führt zur Nichtigkeit des Übertragungsvertrages gemäß § 134 BGB.⁸⁸⁸ Bei Übertragung an Dritte läge eine Sorgfaltspflichtverletzung gemäß § 93 I 1 AktG vor.⁸⁸⁹

(4) Ausgestaltung als Kaufvertrag mit Rückkaufoption oder Vereinbarung einer Kaufoption unter festgelegten Bedingungen⁸⁹⁰

Um die wertvollen Unternehmensteile für die Gesellschaft nicht dauerhaft zu verlieren, bietet sich die Vereinbarung umfangreicher Rückkaufoptionen an. Solche Rückkaufoptionen der veräußernden Zielgesellschaft sollen sicherstellen, daß die für die Gesellschaft wichtigen Unternehmen oder Unternehmensteile später, nachdem die Gefahr einer feindlichen Übernahme gebannt ist, wieder dorthin rückgeführt werden. Um die beabsichtigte Abschreckungswirkung beim potentiellen Übernehmer dadurch nicht wieder aufzuheben, werden die Rückkaufoptionen an die Bedingung geknüpft, daß der Übernahmever such des Bieters fehlschlägt. Weil jedoch gemäß § 137 BGB die Verfügungsbefugnis des Erwerbers der Unternehmensteile nicht mit dinglicher Wirkung begrenzt werden kann, verbleibt eine Unsicherheit.⁸⁹¹ Jedenfalls besteht die Gefahr, daß der Dritte gegebenenfalls unter Berufung auf seine

⁸⁸⁵ BGHZ, 83, 122, 132. D.h. im Gegensatz zu Veräußerungen, die von § 179a AktG (=Gesetz) erfaßt werden, bleibt die Maßnahme bzw. Verfügung, die gegen die Grundsätze nach Holz Müller (=Rechtsprechung) verstößt, im Außenverhältnis wirksam.

⁸⁸⁶ Zur Ermittlung des Marktpreises und einer angemessenen Gegenleistung siehe im einzelnen HERRMANN, S. 126 m.w.N.

⁸⁸⁷ Vgl. HÜFFER, § 179a RN 17.

⁸⁸⁸ Die Aktionäre unterliegen dann einer Rückerstattungspflicht gemäß § 62 AktG, HÜFFER, § 179a RN 17.

⁸⁸⁹ Im Falle des Verkaufs unter Wert verstößt der Vorstand gegen seine Pflicht, das ihm anvertraute Vermögen mindestens zu erhalten. Dieser Verstoß kann eine strafbewehrte Untreue i.S.d. § 266 I, Alt. 2 StGB darstellen.

⁸⁹⁰ Sogenannte Crown Jewel Options und Crown Jewel Lock Up Agreements.

⁸⁹¹ Diesem Risiko ist i.d.R. nur durch eine dingliche Sicherheit beizukommen. Diese führt jedoch zu einer Verteuerung für den Rückkäufer. Dadurch wird in jedem Falle der Gesellschaft finanzieller Schaden zugefügt, was eine solche Maßnahme für den Vorstand unzulässig macht.

zwischenzeitlich eingegangenen, schuldrechtlichen Verpflichtungen, den Preis für die rückzukaufenden Unternehmen oder Unternehmensteile nach oben zu treiben versucht⁸⁹².

Statt eines Kaufvertrages ist es auch möglich, eine Kaufoption zugunsten eines bevorzugten Dritten zu vereinbaren, die unter der aufschiebenden Bedingung etwa eines öffentlichen Übernahmeangebotes oder der Erreichung bestimmter Beteiligungsschwellen eines Aktionärs steht (sog. crown jewel lock ups).

(5) Bewertung der Maßnahme

Die Veräußerung der Unternehmensteile muß sich an deren tatsächlichem Wert orientieren. Beim Verkauf zum wahren Wert handelt es sich indes um einen reinen Aktivtausch. Dieser macht es wiederum einem etwaigen „Raider“ leichter, das übernommene Unternehmen finanziell auszuschlachten (sog. „asset-stripping“).⁸⁹³

In Verbindung mit der Vereinbarung von Rückkaufsrechten der Gesellschaft kann es zu regelrechten Katz- und Mausspielen kommen. Einerseits besteht die Gefahr, daß die Gesellschaft – entgegen der schuldrechtlichen Vereinbarung – den begehrten Unternehmensteil nicht mehr zurückerhält. Andererseits ist es denkbar, daß der Bieter u.U. nach einer erfolgreichen Übernahme oder sogar an der Zielgesellschaft vorbei den begehrten Unternehmensteil erwirbt.

Am meisten zu empfehlen erscheint die Vereinbarung einer bloßen Kaufoption zugunsten eines bevorzugten Dritten für den Fall der Erzielung bestimmter kumulierter Beteiligungshöhen bei einzelnen Aktionären oder für den Fall eines öffentlichen Angebotes. Dadurch bleiben die Ressourcen der Gesellschaft geschont und solange sicher, bis sich die Gefahr tatsächlich verwirklicht. Die abschreckende Wirkung gegenüber unerwünschten Übernehmern hingegen kann sich gleichermaßen entfalten.⁸⁹⁴

bb) Abfindungszahlungen (Golden Parachutes) für Mitglieder des Aufsichtsrates

Um potentielle Bieter von einer (unerwünschten) Übernahme abzuhalten, werden in den USA und in Großbritannien zugunsten von Organmitgliedern für den Fall deren vorzeitiger Abberufung hohe Abfindungszahlungen vereinbart, um unerwünschte Bieter mit zusätzlichen Übernahmekosten abzuschrecken.⁸⁹⁵

Die Vergütung der Mitglieder des Aufsichtsrates regelt die Satzung. In der Höhe gibt es hierbei jedoch gesetzliche Begrenzungen. Es gelten die selben Grundsätze wie im Rahmen von Abfindungszahlungen für Vorstandsmitglieder.⁸⁹⁶ Gemäß § 113 I 2 AktG muß die Vergütung

⁸⁹² So auch HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 191. Darüber hinaus besteht freilich das Risiko der Insolvenz beim Erwerb der Unternehmensbestandteile, die eine Rückführung unmöglich machen kann.

⁸⁹³ Dies kann für einen „Raider“ insbesondere dann interessant sein, wenn die assets der Zielgesellschaft die Börsenkapitalisierung der Zielgesellschaft (deutlich) wertmäßig übersteigen. Dies gilt freilich nicht für solche Bieter, die eher strategische Ziele mit der Übernahme verfolgen.

⁸⁹⁴ Solche Vereinbarungen müssen gegebenenfalls entsprechend publik gemacht werden.

⁸⁹⁵ HERRMANN, S. 84 m.w.N.

⁸⁹⁶ Siehe hierzu noch eingehend unten *sub A.IV. (Maßnahmen, die keines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen)*.

auch hier in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben der Aufsichtsratsmitglieder und der Lage der Gesellschaft stehen. Vor allen Dingen wird es aber kaum möglich sein, die Aktionäre in der Hauptversammlung zu überzeugen, eine stark erhöhte Abfindungszahlung für die Aufsichtsratsmitglieder – zu Lasten der Gesellschaft (und möglichen Ausschüttungen an die Aktionäre) – zu beschließen.⁸⁹⁷ Eine nur geringfügig erhöhte Abfindungszahlung hingegen verfehlt ihre abschreckende Wirkung.

cc) Zwangseinziehung von Aktien, § 237 I 2, II 2 AktG

(1) Prinzip und Wirkungsweise

Die Einziehung von Aktien stellt eine Form der Kapitalherabsetzung dar.⁸⁹⁸ Das Gesetz beschränkt den Anwendungsbereich der Einziehung nicht.⁸⁹⁹ Die Einziehung hat zur Folge, daß für die eingezogenen Aktien die mitgliedschaftlichen Rechte und Pflichten erlöschen. Die Gesellschaft behält sich mit dem Instrument der Einziehung praktisch das Recht vor – innerhalb gewisser Grenzen – auch im Nachhinein, d.h. nach wirksam begründeter Mitgliedschaft, die Gesellschafterstruktur zu bestimmen, indem sie bestimmten Gesellschaftern deren mitgliedschaftliche Stellung wieder entzieht. Vom Grundprinzip her stellt demnach diese Maßnahme ein geeignetes Mittel zur Abwehr unerwünschter Übernahmeangebote dar.⁹⁰⁰ Einem mißliebigen Bieter könnten seine eventuell bereits aufgebauten Schachtelbeteiligungen⁹⁰¹ wieder entzogen werden. Genauer: Er würde solche – vor dem Hintergrund einer drohenden Einziehung gegen eine geringe Abfindungszahlung – erst gar nicht aufbauen.

Da es sich bei der Zwangseinziehung rechtstechnisch um eine Kapitalherabsetzung handelt, kann man mit einer Zwangseinziehung von Aktien auch bei Dritten den bestehenden Paketbesitz eines unerwünschten Übernehmers nicht verwässern. Vielmehr muß unter Ausnutzung der rechtlich zulässigen Ungleichbehandlung⁹⁰² die Einziehung gezielt bei dem unerwünschten Aktionär erfolgen. Für den Fall, daß sich kleinere Aktienpakete in loyalem Festbesitz befinden, läßt sich der für feindliche, öffentliche Übernahmeangebote gefährliche Free Float insoweit dauerhaft sichern, als durch eine gleichzeitig durchgeführte Kapitalerhöhung die Grundkapitalbasis verbreitert, und damit der *kumulierbare* Streubesitzanteil an den gesamten stimmberechtigten Anteilen reduziert werden kann.⁹⁰³

⁸⁹⁷ Vgl. auch HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 192.

⁸⁹⁸ LUTTER in Kölner Kommentar, § 237 RN 4.

⁸⁹⁹ Die Einziehung kann etwa Sanierung, Rückzahlung an die Aktionäre, Einstellung in die Kapitalrücklage etc. aber auch die Beseitigung des konkret betroffenen Mitgliedsrechts sein; HÜFFER, § 237 RN 4 m.w.N.

⁹⁰⁰ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 237 RN 4.

⁹⁰¹ D.h. eine Beteiligung von mehr als 25 %; zum Begriff der Schachtelbeteiligung siehe nur HÜFFER, § 20 RN 3.

⁹⁰² Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 237 RN 4.

⁹⁰³ SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 561, 568 rechnen dies anhand folgendem Beispiel vor: Die Aktiengesellschaft A hat 100 stimmberechtigte Aktien ausgegeben. 74 davon befinden sich in der Hand verkaufsbereiter Aktionäre und 26 in loyalem Festbesitz. Zur Abwehr einer feindlichen Übernahme wird sodann eine Kapitalerhöhung um 50 Einheiten mit gleichzeitigem satzungsänderndem Beschluß hinsichtlich einer angeordneten Zwangseinziehung (bezüglich dieser 50 Einheiten) für den Fall, daß ein Aktionär mindestens 1 % des stimmberechtigten Grundkapitals hält, durchgeführt (Die Abfindungssumme kann etwa auf

(2) Materiell-rechtliche Voraussetzungen

Bei der Zwangseinziehung werden Aktien eingezogen, die nicht von der Gesellschaft selbst gehalten werden.⁹⁰⁴ Die Zwangseinziehung muß gemäß § 237 I 2 AktG in der Ursprungssatzung vorgesehen sein. Andernfalls muß Zeichnung und Übernahme der einzuziehenden Aktien nach Eintragung einer etwaigen Satzungsänderung im Handelsregister erfolgt sein. Vor der Satzungsänderung ausgegebene Aktien können freilich nicht Gegenstand einer Zwangseinziehung sein.⁹⁰⁵ Ein satzungsändernder Beschluß müßte daher mit einer Kapitalerhöhung gekoppelt werden.⁹⁰⁶

Das Gesetz unterscheidet bei der Zwangseinziehung zwischen der „durch die Satzung angeordneten“ und der „gestatteten“.⁹⁰⁷ Zwar muß in beiden Fällen die Hauptversammlung zunächst ihre Zustimmung erteilen, jedoch bedarf es im Falle *der durch Satzung angeordneten Zwangseinziehung* gemäß § 237 VI 1 AktG für die Durchführung, d.h. die *konkrete* Einziehung⁹⁰⁸ von Aktien keines Beschlusses der Hauptversammlung mehr.⁹⁰⁹ Vielmehr ist Beschlusborgan für die Entscheidung zu einer konkreten Einziehung der Vorstand. Dessen Ermessen muß jedoch durch die von der Satzung vorgegebenen Voraussetzungen und Einzelheiten der Durchführung gemäß § 237 II 2 AktG auf Null reduziert sein. Insoweit hat der Vorstand demnach nurmehr das Recht und die Pflicht, das Eintreten der satzungsmäßig vorausgesetzten – eine Einziehung auslösenden – Tatsachen festzustellen.⁹¹⁰

Bei einer angeordneten Zwangseinziehung bedarf der eigentliche Vollzug der Einziehung durch den Vorstand⁹¹¹ keiner weiteren sachlichen Rechtfertigung. Der Vorstand hat die betroffenen Anteile einzuziehen und die Aktionäre abzufinden.⁹¹² Die Abfindungssummen können

10 % des Börsenkurses zum Zeitpunkt der Angebotsunterbreitung festgelegt werden.). Der Beschluß hat dann zur Folge, daß der für einen potentiellen Bieter erwerbbarer attraktive Aktienanteil auf 74,9/150 und somit unter die 50 %-Schwelle sinkt.

⁹⁰⁴ Dies ist bei der Einziehung nach Erwerb anders.

⁹⁰⁵ Nach wohl h.M. können die betroffenen Aktionäre wirksam auf diesen Schutz verzichten, vgl. HÜFFER, § 237 RN 8. Für die vorliegende Untersuchung ist diese Frage jedoch praktisch ohne Belang. Schließlich wird ein potentieller (unfreundlicher) Bieter keinesfalls auf diese ihn schützenden Rechte verzichten und einer Zwangseinziehung (der etwa bereits von ihm gehaltenen oder künftig zu erwerbenden Aktien) zustimmen.

⁹⁰⁶ SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 561, 567.

⁹⁰⁷ Vgl. § 237 I 2 AktG.

⁹⁰⁸ D.h. die Exekution der Anordnung durch den Vorstand.

⁹⁰⁹ Bei der *gestatteten Zwangseinziehung* hingegen bedarf es zweimal eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses. Zunächst muß die Satzung eine Zwangseinziehung vorsehen – ohne dabei das Verfahren anzuordnen. Zur Durchführung einer konkreten Einziehung bedarf es dann aber erneut eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses. Die Entscheidung der Hauptversammlung muß dabei unter Berücksichtigung des § 53a AktG frei von Willkür sein und sie muß insbesondere den Maßstäben der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit entsprechen. In der Wahl der Einziehungsgründe gelten die gleichen Grenzen wie für eine angeordnete Zwangseinziehung, HÜFFER, § 237 RN 16. Unter Berücksichtigung der erhöhten Anforderungen mit einem erforderlichen zweiten Hauptversammlungsbeschluß stellt – unter dem Gesichtspunkt eines Abwehrkampfes – die gestattete Zwangseinziehung keine brauchbare Alternative zur angeordneten Zwangseinziehung, mit den gleichen Wirkungen aber geringeren Anforderungen, dar.

⁹¹⁰ HÜFFER, § 237 RN 10.

⁹¹¹ Die Entscheidung des Vorstandes zum Vollzug stellt eine Geschäftsführungsmaßnahme dar, HÜFFER, § 237 RN 41.

⁹¹² SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 561, 567 m.w.N.

in der Satzung auf einen Betrag begrenzt werden, der deutlich unter dem jeweiligen Börsenkurs zurückbleibt.⁹¹³

(3) Anforderungen an den zur Zwangseinziehung anordnenden Hauptversammlungsbeschuß

Die Satzung muß in jedem Falle die Einziehungsgründe, den Zeitpunkt, Umfang und alle sonstigen Modalitäten für die Einziehung vorsehen.⁹¹⁴ Inhaltliche oder mengenmäßige Beschränkungen bestehen grundsätzlich keine, solange der Mindestbetrag des Grundkapitals in Höhe von 50.000 € nicht unterschritten wird, § 7 AktG.⁹¹⁵

Generell ist für die Zulässigkeit der Einziehungsgründe zu unterscheiden: Werden diese im Rahmen der Gründungssatzung manifestiert, so sind die Gründer – wegen des insoweit bestehenden Einstimmigkeitserfordernisses – in der Festschreibung der einzelnen Einziehungsgründe relativ frei. Soll eine angeordnete Zwangseinziehung durch *Satzungsänderung* festgelegt werden, so gelten die allgemeinen Schranken im Rahmen des § 179 AktG. Insbesondere ist der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre gemäß § 53a AktG zu beachten.⁹¹⁶

Im Hinblick auf die Abwehr unerwünschter Aktionäre und Bieter kommen als zulässige Einziehungsgründe insbesondere auch solche in Betracht, die an die persönlichen Verhältnisse der Aktionäre anknüpfen. Dabei verstoßen diese Klauseln insbesondere dann nicht gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG, wenn der Einziehungsgrund (grundsätzlich) jeden treffen kann. Unter Umständen können, insbesondere bei Gesellschaften personalen Typs⁹¹⁷, aber sogar Klauseln zulässig sein, wonach der Einziehungsgrund von vornherein nur auf einzelne Aktionäre beschränkt ist.⁹¹⁸

Obwohl im Rahmen der Abwehr feindlicher Übernahmeangebote besonders gut geeignet, wären Bestimmungen wohl unzulässig, die als Einziehungsgrund die Abgabe eines feindlichen, also nicht mit dem Vorstand konsentierten Übernahmeangebotes durch den betroffenen Aktionär festschreiben. Dann nämlich könnte der Vorstand durch die Verweigerung des Einverständnisses mit dem Übernahmeangebot, selbst die Tatsachen herbeiführen, die den Einziehungsgrund auslösen. Die Voraussetzungen einer angeordneten Einziehung, wonach das Ermessen des Vorstandes durch die von der Satzung vorgegebenen Voraussetzungen und Einzelheiten der Durchführung auf Null reduziert sein muß, lägen mithin nicht mehr vor.

⁹¹³ SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 561, 568; nach h.M. kann die Satzung sogar auch eine unentgeltliche Einziehung vorsehen, HÜFFER, § 237 RN 17; LUTTER in Kölner Kommentar, § 237 RN 64 ff.

⁹¹⁴ Andernfalls läge eine sogenannte gestattete Zwangseinziehung – mit ihren höheren Anforderungen für den Vollzug – vor.

⁹¹⁵ HÜFFER, § 237 RN 4; LUTTER in Kölner Kommentar, § 237 RN 12 f.

⁹¹⁶ HÜFFER, § 237 RN 12.

⁹¹⁷ Dies sind Aktiengesellschaften, die in ihrer Struktur und Funktionsweise Elemente aufweisen, die spezifisch für Personengesellschaften sind. „Die Person des Aktionärs rückt im Verhältnis zu seiner kapitalistischen Beteiligung in den Vordergrund und gibt der Gesellschaft eine personalistische Prägung“. Die spezifische Prägung kann aus dessen Ausbildung, beruflichen Fähigkeiten oder auch Zugehörigkeit zur Familie eines Unternehmensgründers resultieren, FRIEDEWALD, Die personalistische Aktiengesellschaft, S. 4 m.w.N.

Zulässig und ähnlich geeignet ist aber die Festschreibung der Einziehung derjenigen Aktien eines einzelnen Aktionärs, mit denen dieser eine bestimmte Beteiligungsquote an der Gesellschaft überschreitet.⁹¹⁹

(4) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Ergebnis

Die Einziehung von Aktien bindet – wegen der kapitalherabsetzenden Wirkung – finanzielle Ressourcen in erheblichem Ausmaß.

Mit der zulässigen und rechtswirksamen Einziehung von Aktien geht für den betroffenen Aktionär kein Verbot zum erneuten Erwerb von Aktien dieser Gesellschaft einher. Demnach kann dieser grundsätzlich im Umfang der eingezogenen Aktien wieder an der Börse nachkaufen. Durch den Nachkauf an der Börse verringert sich jedoch gleichzeitig der verfügbare Streubesitzanteil (als potentieller Adressat eines späteren öffentlichen Übernahmeangebotes).

Auch im nachhinein kann die Maßnahme in Verbindung mit einer Kapitalerhöhung implementiert werden.⁹²⁰ Einfacher wird freilich die Festschreibung solcher Regelungen bei der Neugründung sein.⁹²¹ Ob in der Hauptversammlung eine satzungsändernde Mehrheit für die Implementierung einer solchen Regelung gefunden werden kann, wird von der Aktionärsstruktur abhängen. So wird eine familiär geprägte (personalistische) Aktiengesellschaft tendenziell zu Regelungen neigen, die diese Struktur konservieren. Handelt es sich um eine Publikumsgesellschaft ohne nennenswerten Blockbesitz, so spricht grundsätzlich nichts dagegen, daß die Aktionäre eine Zwangseinziehung ab einer Beteiligungshöhe von etwa über 10 % der stimmberechtigten Anteile in der Satzung vereinbaren. Eine solche Maßnahme dürfte in aller Regel auch keine negativen Auswirkungen auf dem Kapitalmarkt entfalten. Schließlich wird sich mit der Einziehungsklausel ab einer bestimmten Beteiligungshöhe langfristig nur der Streubesitzanteil der Aktien der Gesellschaft erhöhen. Dies wiederum wird nach der Aufnahme des Streubesitzanteiles als Indexkriterium eher positive Kursreaktionen auslösen! Einzelnes wird freilich sowohl von der Höhe der Abfindungssummen als auch den zulässigen Beteiligungshöhen abhängen.

Die Eignung einer Klausel zur Zwangseinziehung von Aktien hängt stark von der Struktur der einzelnen Aktiengesellschaft ab. Insgesamt wird die Maßnahme jedoch zu unrecht als ungeeignet abgestempelt.⁹²²

⁹¹⁸ LUTTER in Kölner Kommentar, § 237 RN 37; HÜFFER, § 237 RN 12.

⁹¹⁹ SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 561, 567. Durch die detaillierten Vorschriften zur Meldepflicht des Besitzes ab einer Beteiligungshöhe von 5 % nach WpHG bzw. 25 % nach AktG kann die relevante Beteiligungshöhe nicht nur bei Namensaktionären festgestellt werden.

⁹²⁰ Anderer Ansicht offenbar ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote S. 1, 116.

⁹²¹ Eine spätere Beseitigung einer obsolet gewordenen Klausel dieser Art ist immer möglich, LUTTER in Kölner Kommentar, § 237 RN 13.

⁹²² Siehe etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote S. 1, 116.

dd) Bindung der Gesellschaft an freundliche Dritte durch Unternehmensverträge

Durch eine weitreichende Bindung der Zielgesellschaft an Dritte auf gesellschaftsrechtlicher Ebene kann eine Einbindung der Zielgesellschaft in die Unternehmung des Übernehmers – nach erfolgreicher Übernahme – erheblich behindert werden.

(1) Zustandekommen von Unternehmensverträgen

Unternehmensverträge⁹²³ auf gesellschaftsrechtlicher Ebene bedürfen der Zustimmung der Hauptversammlung mit einer Kapitalmehrheit von mindestens $\frac{3}{4}$ des vertretenen Grundkapitals gemäß § 293 I AktG. Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien muß gemäß § 293 II AktG zusätzlich von der Hauptversammlung dieser neuen Obergesellschaft getragen sein.⁹²⁴

(2) Reversibilität unternehmensvertraglicher Verpflichtungen

Entscheidend für die Verteidigungswirkung ist freilich eine möglichst erschwerte Reversibilität der vertraglichen Verpflichtungen. Damit ist eine etwaige Änderung, Aufhebung und Kündigung der Unternehmensverträge angesprochen.⁹²⁵ Bestehende Unternehmensverträge können durch Erschwerungen einer etwaigen Aufhebung, Kündigung oder Änderung als Abschreckung für potentielle feindliche Bieter wirken.

(a) Aufhebung

Gemäß § 296 AktG können Unternehmensverträge wieder aufgehoben werden, ohne daß es eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses bedarf. Vielmehr fällt die Aufhebung – mangels anderweitiger Regelung – als Geschäftsführungsmaßnahme in die alleinige Zuständigkeit des Vorstandes.⁹²⁶ Hierzu kann als frühest möglicher Aufhebungstermin statt des Endes des folgenden Geschäftsjahres (§ 296 I 1 AktG) das Ende einer möglichst weit hinausgeschobenen Abrechnungsperiode gewählt werden. Zudem bedarf es zur Aufhebung eines Sondervotums der außenstehenden Aktionäre⁹²⁷, wenn der ursprüngliche Vertrag für diese einen Ausgleich oder ein Abkaufsangebot vorsieht (§§ 296 II, 293 I 2, 3, 295 II 3 AktG).⁹²⁸ Im Falle von Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen ist dies jedoch gemäß §§ 304, 305

⁹²³ Zum Begriff des Unternehmensvertrages siehe §§ 291 I, 292 I AktG.

⁹²⁴ Die Aktionäre der Obergesellschaft sollen wegen der durch den Vertrag begründeten weitgehenden Pflichten (§§ 302 f., 304 f. AktG) durch den Hauptversammlungsbeschluß mitwirken, HÜFFER, § 293 RN 17 m.w.N.

⁹²⁵ Vgl. hierzu und im folgenden HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 193.

⁹²⁶ Vgl. HÜFFER, § 296, RN 5 mit Hinweis auf die rechtspolitische Fragwürdigkeit der Regelung und m.w.N.

⁹²⁷ Zum Begriff der „außenstehenden Aktionäre“ siehe HÜFFER, § 295 RN 12 m.w.N. Das Gesetz hat bewußt davon abgesehen, den Begriff festzulegen. Der Begriff bezeichnet grundsätzlich alle Aktionäre mit Ausnahme des anderen Vertragsteils und derjenigen Aktionäre, die aufgrund rechtlich fundierter wirtschaftlicher Verknüpfung mit dem anderen Vertragsteil von der Gewinnabführung oder Leitungsmacht unmittelbar oder mittelbar in ähnlicher Weise profitieren wie dieser, HÜFFER, a.a.O.

⁹²⁸ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 193.

AktG ohnehin der Fall, so daß insoweit kein Raum für abwehrpräventive Modifizierungen bleibt.

(b) Änderung

Eine Änderung eines Unternehmensvertrags kann gemäß § 295 I 2 AktG nur mit der gleichen Kapitalmehrheit in der Hauptversammlung, wie sie für den Abschluß des Vertrages erforderlich ist, erfolgen. Auch hier bedarf es eines Sondervotums der außenstehenden Aktionäre mit einer Kapitalmehrheit von mindestens $\frac{3}{4}$, wenn der ursprüngliche Vertrag für diese einen Ausgleich oder ein Ankaufsangebot vorsieht (§ 295 II AktG). Die Satzung kann jedoch auch eine höhere Mehrheit vorschreiben (§§ 295 II, 293 I 3 AktG).⁹²⁹

(c) Kündigung

Die gleichen Zustimmungserfordernisse gelten auch für eine Kündigung gemäß § 297 II AktG. Von der gesetzlichen Regelung ist nur die außerordentliche Kündigung erfaßt, jedoch ist eine ordentliche Kündigung grundsätzlich möglich, auch dann, wenn diese im Unternehmensvertrag nicht vorgesehen ist.⁹³⁰ Um eine ordentliche Kündigung ganz auszuschließen, kann der Vertrag etwa eine Befristung vorsehen, bis zu dessen Ablauf eine ordentliche Kündigung ausgeschlossen ist. Auch können die Parteien Befristung, Verlängerungs- und Kündigungsklausel so verknüpfen, daß der Vertrag erst nach Ablauf der Grundzeit kündbar wird.⁹³¹

(3) Zusammenfassende Bewertung

Insgesamt können abgeschlossene Unternehmensverträge insbesondere mit entsprechend erschwerten Möglichkeiten für deren Rückgängigmachung abschreckend auf (unfreundliche) Übernehmer wirken, besonders wenn diese die Zielgesellschaft in deren bereits bestehende Unternehmungen einbinden möchten.

Nimmt man an, daß die Hauptversammlung dem Abschluß solcher, erschwert aufhebbarer und kündbarer Verträge und auch entsprechenden Modifizierungen in der Satzung zustimmt, dann bleibt immer noch das Problem, daß die Irreversibilität von Unternehmensverträgen nur dann in Betracht kommt, wenn sich – neben dem präventiven Abwehrbegehren – andere unternehmerische Gründe hierfür finden. Andernfalls ist die Knebelung der Gesellschaft nicht verantwortbar. Daher eignet sich die Installation der Maßnahme nur in Ausnahmefällen als Abwehrmaßnahme.

⁹²⁹ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 193.

⁹³⁰ Nach h.M. gibt es jedoch für Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge gemäß § 291 AktG kein Recht zur ordentlichen Kündigung, wenn der Vertrag dies nicht vorsieht, HÜFFER, § 297 RN 12 m.w.N.

⁹³¹ HÜFFER, § 297 RN 11 m.w.N.; KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, § 297 RN 4.

ee) Verringerung der Attraktivität der Zielgesellschaft durch Erschwerung der Kontrollübernahme in den Organen (Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand)

Weil im Rahmen der Abwehr feindlicher Übernahmeveruche immer die Übernahme der Kontrolle in der Zielgesellschaft verhindert werden soll, sind sämtliche Maßnahmen, die eine Kontrollübernahme in den Organen der Zielgesellschaft verhindern oder erschweren, gleichzeitig geeignet, einen potentiellen Übernehmer schon vom Erwerb der Anteile der Zielgesellschaft abzuhalten. Es sind dies aber gleichzeitig die Maßnahmen, die am zweiten (Kontrollausübung in der Hauptversammlung)⁹³² und dritten Verteidigungsring (Kontrollausübung in den Leitungsorganen)⁹³³ ansetzen. Diese werden daher dort eingehend analysiert.

c) Maßnahmen, welche einen „unkontrollierten“ Erwerb von Gesellschaftsanteilen unmöglich machen; Modifikation der Gesellschaftsformspezifika

Der Vorstand kann grundsätzlich eine Modifizierung der grundlegenden Gesellschaftsmerkmale initiieren, wodurch ein unkontrollierter Erwerb der Gesellschaftsanteile unmöglich wird. Solche Maßnahmen werden jedoch nur als ultima ratio erwogen, weil sie den ursprünglich gewählten Typus der Gesellschaft grundlegend verändern.

aa) Ausgabe von Genußscheinen zur Eigenkapitalausstattung

Statt der breiten Ausgabe von Aktien, die ein Mitgliedschaftsrecht verleihen (Stammaktien oder Vorzugsaktien)⁹³⁴, ist alternativ die Ausgabe von Genußscheinen⁹³⁵ möglich.⁹³⁶ Im Gegensatz zur Vorzugsaktie erhält der Inhaber des Genußscheines kein Mitgliedschaftsrecht an der Gesellschaft. Genußrechte können der Gesellschaft zwar Eigenkapital verschaffen, sind aber schuldrechtlicher und nicht korporationsrechtlicher Natur.⁹³⁷ Demgemäß kann hier – auch im Falle schlechter wirtschaftlicher Lage – kein Stimmrecht aufleben, etwa durch eine zurückbleibende Dividendenauszahlung.⁹³⁸ Die Ausgabe von Genußscheinen verspricht daher Kapitalbeschaffung ohne Herrschaftsabgabe. Wegen der Ähnlichkeit mit Vorzugsaktien ist die Zulässigkeit von Genußrechten mit Eigenkapitalcharakter jedoch sehr umstritten. Wesent-

⁹³² Sogleich *sub 2*.

⁹³³ Sogleich *sub 3*.

⁹³⁴ Sog. Stammaktien vermitteln immer ein Stimmrecht, wogegen bei sog. Vorzugsaktien das Stimmrecht ausgeschlossen werden kann. Beide Aktienarten vermitteln jedoch die Mitgliedschaft des Aktionärs in der Gesellschaft.

⁹³⁵ Zur Bedeutung von Genußscheinen in der Praxis siehe LUTTERMANN, Unternehmen, Kapital und Genußrechte, S. 77 ff., LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 273 ff.; zur historischen Entwicklung in Deutschland siehe LUTTERMANN, a.a.O., S. 49 ff.

⁹³⁶ Das Aktiengesetz erwähnt den Begriff des Genußrechts, insbesondere in § 221 III, IV AktG, ohne ihn aber zu definieren. Die Auslegung des Begriffes orientiert sich vor allem am Normzweck, HÜFFER, § 221 RN 23, 24. Zum Genußrechtsbegriff siehe LUTTERMANN, Unternehmen, Kapital und Genußrechte, S. 80 ff.

⁹³⁷ HÜFFER, § 221 RN 26.

⁹³⁸ Wie dies jedoch bei der Vorzugsaktie geschehen kann, § 140 II AktG.

liche Stimmen in der Literatur gehen wegen der Umgehung der Vorschriften in §§ 139 ff. AktG von einer Unzulässigkeit aus.⁹³⁹

Die Ausgabe von Genußscheinen kann nur mittels Beschlusses der Hauptversammlung erfolgen, vgl. § 221 III, I AktG. Die Anforderungen sind denen einer Kapitalerhöhung angeglichen.⁹⁴⁰ Eine nachträgliche Umwandlung von Stammaktien in Genußscheine ist aber – im Gegensatz zur Umwandlung in Vorzugsaktien – nicht möglich.

Im Vergleich zu Vorzugsaktien läßt sich mit der Ausgabe von Genußscheinen in der Regel nur ein deutlich geringeres Volumen an (Eigen-)Kapital einholen. Vor allem wegen der körperschaftssteuerlichen Behandlung von Genußrechten durch die Finanzverwaltung⁹⁴¹ werden in der Praxis die Genußrechtsinhaber neben einem Festzinsanspruch *und* einer Gewinnbeteiligung *auch* mit einem verlustbeteiligten und nachrangigen Anspruch auf Rückzahlung des Genußrechts zum Nennwert, sowohl im Liquidationsfalle als auch nach Ablauf der Laufzeit oder Kündigung, ausgestattet.⁹⁴² Vor allem durch das Austrittsrecht des Inhabers des Genußrechts hat die Gesellschaft keine der Eigenkapitalbeschaffung etwa durch Vorzugsaktien vergleichbare Kapitalsicherheit.

Wegen des geringen realisierbaren Kapitalbeschaffungsvolumens und der geringen Kapitalsicherheit wird im Ergebnis der Ausgabe von Genußrechten als *alternativer* Kapitalbeschaffungsmaßnahme mit der Absicht der Sicherung vor unerwünschten Übernahmeversuchen keine relevante Bedeutung beizumessen sein.

bb) Ausverkauf und Auflösung der Gesellschaft (Scorched Earth⁹⁴³ und Corporate Suicide⁹⁴⁴)

Mitunter wird als Abwehrmaßnahme gegen unfreundliche Übernahmeangebote die Auflösung der ganzen Gesellschaft (sog. Scorched Earth Policy) in Betracht gezogen.⁹⁴⁵ In den USA sollen im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten solche Entscheidungen schon mehrmals getroffen worden sein.⁹⁴⁶

Freilich kann diese Maßnahme lediglich ultima ratio sein. Überdies ist sie auch als solche nicht geeignet, in dem Interessengefüge eines Übernahmekampfes als Abwehrmaßnahme zu dienen. Schließlich ist nicht erkennbar, welchen Interessen solch eine Maßnahme gerecht werden könnte. Lediglich in den seltenen Fällen, in denen wegen eines extrem niedrigen Aktienkurses, einschließlich einer etwaigen Kontrollprämie des Bieters, der Liquidationswert

⁹³⁹ Vgl. zum Meinungsstand die Nachweise bei HÜFFER, § 221 RN 32 sowie mit einer differenzierten Stellungnahme bei LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 224.

⁹⁴⁰ Zur Begründung und Ausgabe von Genußrechten siehe LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 236 ff.

⁹⁴¹ Maßgebend ist § 8 III 2 KStG, wonach Ausschüttungen auf Genußrechte das körperschaftliche Einkommen nicht mindern, wenn mit ihnen das Recht auf Beteiligung am Gewinn und am Liquidationserlös der Gesellschaft verbunden ist, LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 427.

⁹⁴² Im einzelnen siehe hierzu LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 431.

⁹⁴³ Englisch = zu deutsch „verbrannte Erde“.

⁹⁴⁴ Englisch = zu deutsch „Selbstmord der Gesellschaft“.

⁹⁴⁵ Gemäß § 262 I Nr. 2 AktG kann die Gesellschaft durch Beschluß der Hauptversammlung mit qualifizierter Kapitalmehrheit die Auflösung der Aktiengesellschaft beschließen.

⁹⁴⁶ So HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 192.

der Gesellschaft nach Abzug aller Verbindlichkeiten das Angebot des Bieters noch deutlich übersteigt, erfahren die Aktionäre einen relativen ökonomischen Gewinn.⁹⁴⁷

Die völlige Auflösung der Gesellschaft dürfte kaum den originären und auch nicht den treuhänderischen Interessen des Vorstandes der Zielgesellschaft entgegenkommen. Einzig denkbares Motiv wäre die bloße Vereitelung der Ziele des unwillkommenen Bieters. Unter Umständen gelingt es jedoch dem Übernahmeinteressenten, im Rahmen der Abwicklung der Gesellschaft die ihn speziell interessierenden Unternehmensteile in Form eines „asset-deals“ zu erwerben.⁹⁴⁸

Die Maßnahme ist daher als ungeeignet abzulehnen und soll nicht weiter vertieft werden.⁹⁴⁹

cc) Delisting und Rechtsformwechsel

Führt man ein sogenanntes Delisting durch, bleibt die Gesellschaft unverändert in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft. Lediglich die Notierung an den Börsen wird eingestellt⁹⁵⁰. Eine entsprechende Rechtsgrundlage wurde 1998 mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz in § 43 IV BörsG geschaffen. Die Zulassungsstelle kann die Zulassung auf Antrag des Emittenten widerrufen, wenn der Widerruf nicht dem Schutz der Anleger widerspricht. Dies wird typischerweise nur dann der Fall sein, wenn allen Inhabern der Wertpapiere ein (öffentliches) Kaufangebot von einem oder mehreren Großaktionären unterbreitet wird (und der Preis in einem angemessenen Verhältnis zum höchsten Börsenpreis der jüngeren Vergangenheit steht).⁹⁵¹

Die Maßnahme kommt daher von vornherein nur für Gesellschaften in Betracht, die wenige oder einen großen Mehrheitsaktionär haben. Wenn diese jedoch einem Delisting zustimmen, wird sich in aller Regel auch eine Abwehr gegen eine unerwünschte Übernahme erübrigen.⁹⁵²

⁹⁴⁷ Das kann nur dann der Fall sein, wenn die Gesellschaft börslich deutlich unterbewertet ist, weil sich ein Übernahmeangebot des Bieters regelmäßig an dem Börsenwert bzw. Börsenkurs orientiert.

⁹⁴⁸ Der dabei bei der Gesellschaft erzielte Erlös fließt an den Übernahmeinteressent – entsprechend seiner (bisherigen) Beteiligungshöhe an der Gesellschaft – im Wege der Verteilung des Vermögens gemäß § 271 AktG anteilig wieder zurück.

⁹⁴⁹ In diesem Zusammenhang wird regelmäßig auf die Möglichkeit hingewiesen, daß der potentielle Bieter gem. § 274 I AktG die Fortsetzung der Gesellschaft beschließen kann, vgl. nur HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 192 sowie WEISNER S. 257. Dagegen ist jedoch einzuwenden, daß dieses Szenario äußerst unwahrscheinlich ist: Zum einen darf gemäß § 274 I 1 AktG noch nicht mit der Verteilung des Vermögens begonnen worden sein; zum anderen bedarf der Fortsetzungsbeschluß – mindestens, je nach Satzung – einer Mehrheit von $\frac{3}{4}$ des vertretenen Grundkapitals. Genau diese Kapitalmehrheit erfordert jedoch bereits der Auflösungsbeschluß gemäß § 262 I Nr. 2 AktG. Demnach müßten sich die Verhältnisse zwischen Auflösungsbeschluß und Fortsetzungsbeschluß zu Gunsten des potentiellen Bieters umgekehrt haben.

⁹⁵⁰ Auch Going Private genannt.

⁹⁵¹ Vgl. etwa die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse, die in Ausführung des § 43 IV 5 BörsG festlegt, daß der Schutz der Anleger einem Widerruf insbesondere dann nicht entgegensteht, wenn der Handel der Aktie entweder an einer inländischen oder ausländischen Börse weiterhin gewährleistet erscheint oder den Inhabern der Wertpapiere ein Kaufangebot unterbreitet wird, dessen Preis in angemessenem Verhältnis zum höchsten Börsenpreis der letzten sechs Monate vor Stellung des Antrages auf Widerruf der Zulassung steht, SCHIESSL, AG 1999, 442, 452 m.w.N.

⁹⁵² Die Frage, ob es für ein Delisting einer Zustimmung der Hauptversammlung nach „Holzmüller-Grundsätzen“ bedarf, kann dahinstehen, weil der insoweit stimmberechtigte Großaktionär entsprechende Mehrheiten allein abbildet; ähnlich bereits SCHIESSL, AG 1999, 442, 452.

Ehe man an ein Delisting oder gar die Auflösung der Gesellschaft denkt, ist in jedem Falle noch eine Umwandlung der Rechtsform zu erwägen. Am meisten ähnelt die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) der Rechtsform der Aktiengesellschaft. Die Kommanditgesellschaft vereint personengesellschaftliche und kapitalgesellschaftliche, insbesondere aktienrechtliche Elemente. Damit ist die Verbindung des persönlichen Kredits und der Selbstorganschaft der Komplementäre mit den erweiterten Möglichkeiten der Kapitalausstattung und Fungibilität der Anteile einer Aktiengesellschaft möglich. Dementsprechend ist eine Umwandlung von der Aktiengesellschaft zur KGaA am wenigsten einschneidend.⁹⁵³ Alle Hauptversammlungsbeschlüsse der Gesellschaft bedürfen der Zustimmung der Komplementäre, sobald diese die Grundlagen der Gesellschaft betreffen. Der Komplementär kann seine Stellung als Geschäftsführer grundsätzlich nicht gegen seinen Willen verlieren (außer nach Ausschluß gemäß § 289 V AktG). Ebenso können die Mitwirkungsrechte der Kommanditisten im Gesellschaftsvertrag stark eingeschränkt werden (vgl. § 278 II AktG i.V.m. §§ 163 f. HGB).

Die Umwandlung einer Aktiengesellschaft zur KGaA ist geregelt in den §§ 238 ff. UmwG. Gemäß § 240 UmwG ist für die Umwandlung zur KGaA ein zustimmender Hauptversammlungsbeschluß mit einer Kapitalmehrheit von 75 % erforderlich. Daneben müssen freilich sämtliche Aktionäre zustimmen, die Komplementäre der künftigen KG sein sollen.⁹⁵⁴ Damit kein Gesellschafter persönlich haften muß, kann auch eine GmbH Komplementär sein.⁹⁵⁵

Die Maßnahme kommt grundsätzlich nur für Gesellschaften in Betracht, die stark personalistisch strukturiert sind und jeglichen Einfluß einer *breiten* Gesellschafterebene auf die Verwaltung der Gesellschaft unterbinden wollen. Allerdings büßt die Gesellschaft in der Rechtsform der KGaA die Vorteile der Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaft weitgehend ein. Dies ergibt sich auch dadurch, daß wegen der limitierten Einflußmöglichkeiten der Aktionäre auf die Geschäftsleitung eine KGaA regelmäßig weniger Anziehungskraft auf die Kapitalanleger ausübt.

Im Ergebnis ist ein Delisting als Abwehrmaßnahme unbedeutend. Die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) hingegen kann insbesondere für personalistisch strukturierte Gesellschaften in Betracht kommen. Die Gesellschaftsform kommt entweder als Alternative bei der Gründung der Gesellschaft in Betracht oder kann später durch Umwandlung hergestellt werden.

⁹⁵³ Die praktische Bedeutung der KGaA ist konstant gering. HÜFFER, § 278 RN 2 nennt für die letzten Jahrzehnte durchschnittlich rund 30 KGaAs. Als eine wesentliche Ursache für die geringe Bedeutung soll auch die mangelnde Bekanntheit der Rechtsform gelten.

⁹⁵⁴ Schließlich wechselt deren Status vom Gesellschafter mit Haftung bis höchstens zur Höhe der Einlage zum Gesellschafter mit persönlicher und unbegrenzter Haftung, vgl. §§ 161 I HGB.

⁹⁵⁵ BGHZ 134, 392; HÜFFER, § 278 RN 9; vgl. zur früher h.M., die eine Komplementärfähigkeit der GmbH verneint hatte, HÜFFER, § 278 RN 8 m.w.N.

dd) Reinkorporierung in einem anderen Staat mit abwehrfreundlicherem Gesellschafts- und Übernahmerecht

Statt eines Delistings kann die Gesellschaft auch ihren Sitz in ein anderes, „übernahmefeindlicheres oder abwehrfreundlicheres“ Land⁹⁵⁶ verlegen. Das Internationale Privatrecht als Kollisionsrecht knüpft für die Bestimmung der jeweils anwendbaren nationalen Rechtsordnung an das Gesellschaftsstatut an. Das Personalstatut der Gesellschaft wird im internationalen Privatrecht nach h.M. und st. Rspr. nicht durch den Sitz i.S.d. § 5 I AktG, sondern durch den effektiven Sitz bestimmt, der seinerseits nach dem Sitz der Hauptverwaltung bestimmt wird.⁹⁵⁷ Dies ist der Ort, wo sich die Willensorgane der Gesellschaft befinden, die verwaltend die obersten Entscheidungen der Geschäftspolitik treffen.⁹⁵⁸

Entscheidend ist hier die Frage, welcher Sitz für die Bestimmung des Gesellschaftsstatuts maßgeblich ist, wenn die Gesellschaft ihren effektiven Sitz nachträglich ins Ausland verlegt und damit ein Auseinanderfallen des tatsächlichen Sitzes mit dem satzungsgemäßen Sitz gemäß § 5 I AktG bewirkt. In diesem Falle wird man den eingetragenen Sitz als maßgeblich und rechtswirksam halten müssen bis der zu Unrecht eingetragene Sitz durch (satzungsändernden) Beschluß der Hauptversammlung oder durch Nichtigkeitsurteil festgestellt wurde.⁹⁵⁹ Nach h.M. stellt der Beschluß der Hauptversammlung, den Sitz in das Ausland zu verlegen, einen Auflösungsbeschluß i.S.d. § 262 I Nr. 2 AktG dar.⁹⁶⁰ Nach anderer Ansicht soll der Verlegungsbeschluß gemäß § 241 Nr. 3 AktG nichtig und seine Eintragung daher abzulehnen sein.⁹⁶¹ Die Gesellschaft ist nach dieser Ansicht darauf verwiesen, einen förmlichen Auflösungsbeschluß zu fassen und im Ausland eine Neugründung vorzunehmen.

Damit kann jedenfalls nicht durch Verlegung des effektiven Sitzes ein neues Gesellschaftsstatut im Ausland begründet werden. Es bedarf in jedem Falle eines konkludenten oder ausdrücklichen Auflösungsbeschlusses gemäß § 262 I Nr. 2 AktG. Dann kann sich jedoch die gesamte Gesellschaft dem deutschen Aktienrecht und Übernahmerecht entziehen.

2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung limitieren

Im folgenden sind Maßnahmen zu erörtern, die den gesellschaftsrechtlich vermittelten Einfluß bestimmter Aktionäre (Kanalisation) oder aller Aktionäre (Reduktion) auf die Willensbildung im Unternehmen verringern.

⁹⁵⁶ Zu den verschiedenen Übernahmeregeln in ausländischen Rechtsordnungen (insbesondere USA, Großbritannien, Frankreich, Belgien, Niederlande und Italien) siehe etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 19 ff.

⁹⁵⁷ Zur Bestimmung des Personalstatuts der Gesellschaft siehe etwa KROPHOLLER, S. 533 ff., 535 m.w.N. Siehe hierzu bereits oben *sub* § 1 FN 17 m.w.N.

⁹⁵⁸ LUTTER in Kölner Kommentar, § 5 RN 41.

⁹⁵⁹ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 5 RN 32, 33.

⁹⁶⁰ Nachweise bei HÜFFER, § 5 RN 12.

⁹⁶¹ So HÜFFER, § 5 RN 12 m.w.N.

a) Modifikationen des Stimmrechts

Grundsätzlich gilt für sämtliche Beschlüsse der Hauptversammlung gemäß § 133 I AktG – neben einer etwaigen zusätzlich erforderlichen Kapitalmehrheit⁹⁶² – das Prinzip der einfachen Stimmenmehrheit. Die Maßnahmen im folgenden zielen darauf ab, dieses Stimmrecht zu Lasten eines etwaigen unerwünschten Übernehmers zu instrumentalisieren.⁹⁶³

Nachdem die Leitungsmacht in der Gesellschaft der Vorstand innehat und der Weg zur Kontrolle der Gesellschaft über die Kontrolle des Vorstandes führt, kann eine Verteidigungsfunktion über eine generelle Heraufsetzung der Anforderungen an die Beschlußfähigkeit der Hauptversammlung (*sub aa*) oder die Begrenzung der Stimmenkumulation beim einzelnen Aktionär (*sub bb*) erreicht werden. Entsprechende Wirkung hat aber auch die gezielte Häufung von Stimmrechten bei von bestimmten (erwünschten) Aktionären gehaltenen Aktien (*sub cc*).

Schließlich kommt noch – ohne Verzicht auf eine entsprechende Eigenkapitalbeschaffung – die gegebenenfalls zusätzliche Ausgabe auch von Anteilen ohne Stimmrecht in Betracht (*sub dd*).

aa) Modifizierung der Mehrheitserfordernisse für die Beschlußfassung in der Hauptversammlung, § 133 AktG

(1) Wirkungsweise der Maßnahme

Nachdem in der Hauptversammlung jeweils einzeln über die Beschlußanträge abgestimmt wird, entspricht die einfache Mehrheit des § 133 I AktG der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen.⁹⁶⁴ Die einfache Stimmenmehrheit ist auch grundsätzlich erforderlich. Ausreichend ist sie jedoch nur, wenn weder das Gesetz noch die Satzung strengere Anforderungen stellen. In gesetzlicher Hinsicht ist damit zum einen die für bestimmte Maßnahmen zusätzlich zur Stimmenmehrheit vorgeschriebene Kapitalmehrheit angesprochen. Zum anderen sind dies die Fälle, in denen das Gesetz ausnahmsweise eine größere als die einfache Stimmenmehrheit fordert.⁹⁶⁵ Die gesetzliche Regelung bleibt also im wesentlichen beim Regelfall der einfachen Stimmenmehrheit. Hier bleibt jedoch Spielraum für Modifizierungen durch die Satzung. Gemäß § 133 I AktG kann die Satzung (nur) eine größere als die einfache Stimmenmehrheit festschreiben. Eine solche Verschärfung kann grundsätzlich bis zum Einstimmigkeitserfordernis reichen.⁹⁶⁶

⁹⁶² Vgl. § 133 I HS 2: „...soweit nicht Gesetz oder Satzung eine größere Mehrheit oder weitere Erfordernisse bestimmen.“

⁹⁶³ Deutliche Kritik aus rechtspolitischer Sicht zu Methoden wie „Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und andere praktische Gebräuche“ findet sich bei ADAMS, AG 1990, 63, 70 ff.

⁹⁶⁴ Vgl. HÜFFER, § 133 RN 9, 11. Bei Wahlbeschlüssen ist dies anders. Dort kann auch eine geringere Mehrheit ausreichen.

⁹⁶⁵ So ist zum Beispiel in § 103 I 2 AktG für die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern eine $\frac{3}{4}$ -Mehrheit der abgegebenen Stimmen erforderlich; vgl. hierzu HÜFFER, § 133 RN 14 mit weiteren Fallgruppen, für die sonstige weitergehende Anforderungen gesetzlich festgeschrieben sind.

⁹⁶⁶ Anders nach h.M. nur in den Fällen, in denen das Gesetz ausnahmsweise ausdrücklich auf die einfache Stimmenmehrheit abhebt. So insbesondere in § 103 II 2 (Abberufung eines aufgrund Entsendungsrechts be-

Mittels einer Verschärfung der Stimmenmehrheitserfordernisse kann die Kontrollmöglichkeit durch einen oder mehrere unerwünschte Aktionäre in der Hauptversammlung erheblich erschwert und im Extremfall unmöglich gemacht werden.

(2) Implementierung

Die Veränderung der zur Beschlußfassung erforderlichen Stimmenmehrheit kann gemäß § 179 I 1 AktG nur mittels einer Satzungsänderung erfolgen, die ihrerseits einen Hauptversammlungsbeschluß erfordert, der gemäß § 179 II 1 AktG grundsätzlich mit mindestens einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit⁹⁶⁷ des vertretenen Kapitals ergehen muß.

(3) Nachteile und Bewertung der Maßnahme

Eine generelle Erhöhung der in § 133 I AktG festgeschriebenen, einfachen Stimmenmehrheit ist zwar zulässig⁹⁶⁸. Zum Ausbau einer Verteidigungsstrategie empfiehlt sich dies jedoch nicht. Schließlich wären damit dann sämtliche Beschlüsse der Hauptversammlung betroffen. Die damit einhergehende Schwerfälligkeit der Hauptversammlung als Beschlußorgan kann wohl nicht hingenommen werden.⁹⁶⁹ So würde insbesondere auch die Entlastung des Vorstandes einer etwa dann satzungsgemäßen $\frac{3}{4}$ -Mehrheit oder gar der Einstimmigkeit⁹⁷⁰ unterliegen, was jedoch nicht im Interesse des Vorstandes liegen wird.

bb) Mehrstimmrechtsaktien, § 12 II AktG

(1) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise

Mehrstimmrechtsaktien vereinen auf einer Stammaktie nicht nur eine Stimme in der Hauptversammlung, sondern sehen ausnahmsweise mehrere Stimmen pro gehaltene Aktie des einzelnen Aktionärs vor.⁹⁷¹ Dieser hält damit – entgegen dem Grundsatz „one share, one vote“⁹⁷² – mehr Stimmrechte, als er Anteile hält. Das Gleichgewicht von Gesellschaftsanteilen und Stimmrechtsquote wird zerstört. Die Stimmrechtsmehrerung einer entsprechenden Aktie

stellten Aufsichtsratsmitglieds) und in § 113 I 4 AktG (Herabsetzung der Vergütung von Aufsichtsratsmitgliedern); vgl. HÜFFER, § 133 RN 15 mit weiteren Beispielen und Nachweisen.

⁹⁶⁷ Die Satzung kann jedoch gemäß § 179 II 2 AktG eine größere oder geringere Kapitalmehrheit vorschreiben; im einzelnen siehe zur Erhöhung der Majoritätsgrenze für Satzungsänderungen die folgenden Ausführungen.

⁹⁶⁸ Vgl. § 133 I HS 2 AktG: „[...]soweit nicht Gesetz oder Satzung eine größere Mehrheit[...]bestimmen“.

⁹⁶⁹ Die Schwerfälligkeit kann sich im Falle von eingerichteten Höchststimmrechten noch zusätzlich erhöhen.

⁹⁷⁰ Das Gesetz stellt nur in wenigen Fällen (insbesondere bei Abberufung eines entsandten Aufsichtsratsmitglieds nach Wegfall des Entsendungsrechtes, § 103 II 2 AktG, Herabsetzung der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder durch Satzungsänderung, § 113 I 4 AktG oder Bestellung von Sonderprüfern, § 142 I 1 AktG) ausdrücklich auf eine einfache Stimmenmehrheit ab. Überall, wo dies nicht der Fall ist, kann die Stimmenmehrheit des § 133 I AktG bis zum Einstimmigkeitserfordernis verschärft werden; vgl. hierzu HÜFFER, § 133 RN 15 m.w.N.

⁹⁷¹ Siehe zur Mehrstimmrechtsaktie im einzelnen TERBRACK/WERMECKES, DZWIR 1998, 186 ff.; SAENGER, ZIP 1997, 1813 ff., insbesondere zur Reform durch das KonTraG, S. 1816 ff.

⁹⁷² Vgl. § 12 I 1 AktG.

kann sich dabei entweder nur auf einzelne Beschlußgegenstände konzentrieren oder aber generell für alle Beschlußgegenstände in der Satzung festgeschrieben werden.⁹⁷³

Dieser Effekt läßt sich als Abwehrmaßnahme instrumentalisieren, indem die Mehrstimmrechtsaktien – idealiter ausschließlich – bei „willkommenen“, mithin verwaltungstreuen Aktionären plaziert werden. Mit relativ geringem finanziellem Einsatz können diese Aktionäre dann überall dort, wo die Hauptversammlung allein mit einer Stimmenmehrheit entscheidet⁹⁷⁴, dominierenden Einfluß ausüben. Aber auch alle anderen Abstimmungsgegenstände, für die außerdem eine Kapitalmehrheit vorgesehen ist, können damit blockiert werden.

Über ausgegebene Mehrstimmrechtsaktien bleibt in der Regel die Übersicht dadurch gewahrt, daß Mehrstimmrechtsaktien regelmäßig in Form vinkulierter Namensaktien ausgegeben werden. Dadurch sind dem Vorstand die Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien zu jeder Zeit bekannt und eine Übertragung an Dritte bedarf dessen Zustimmung.⁹⁷⁵

(2) Implementierung

Die Schaffung von (neuen) Mehrstimmrechtsaktien ist gemäß § 12 II AktG unzulässig.⁹⁷⁶ Für bestehende Mehrstimmrechtsaktien sind gemäß § 5 I EGActG Übergangsfristen vorgesehen. Danach können diese auf unbestimmte Zeit fortgelten, wenn die Hauptversammlung bis zum 1.6.2003 die Fortgeltung der Mehrstimmrechte beschlossen hat und die Hauptversammlung nicht – zu irgendeinem Zeitpunkt – deren Beseitigung⁹⁷⁷ beschließt.⁹⁷⁸ Die rechtlichen Bedingungen für eine Aufrechterhaltung sind allerdings ungünstig: Der Fortgeltungsbeschluß bedarf einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals (§ 5 I 1 EGActG), hingegen der Beseitigungsbeschluß lediglich einer einfachen Mehrheit des vertretenen Grundkapitals (§ 5 II 2 AktG). Die spezifische Eigenschaft der Mehrstimmrechtsaktien entfaltet bei diesen Beschlüssen keine Wirkung. Für den Fortgeltungsbeschluß sind sämtliche Inhaber von Mehrstimmrechtsaktien von der Abstimmung ausgeschlossen, § 5 I 2 EGActG. Beim rechtmäßigen Beseiti-

⁹⁷³ Vgl. ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 12 RN 34.

⁹⁷⁴ So z.B. bei der Abberufung und Wahl des Aufsichtsrates.

⁹⁷⁵ Vgl. SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 572 (FN 99).

⁹⁷⁶ Bis zum Inkrafttreten des KonTraG am 1.5.1998 galt jedoch ein Ausnahmeverbehalt, wonach zwar ein grundsätzliches Verbot bestand (§ 12 II 1 AktG a.F.), ausgenommen davon waren jedoch Mehrstimmrechte, die vor dem 1.1.1966 rechtmäßig geschaffen worden waren, oder seitdem mit ministerieller Genehmigung entstanden waren. Gemäß § 12 II 2 AktG a.F. hatte das jeweilige Landeswirtschaftsministerium in Ausnahmefällen eine Sondergenehmigung erteilen können, wenn es durch gesamtwirtschaftliche Belange geboten war, vgl. etwa SCHWEGMANN/PFAFFENBERGER, DBW 1991, 572. An die Erfüllung dieser Voraussetzung waren jedoch strenge Anforderungen geknüpft, ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 12 RN 28 ff. Zur Frage, ob dabei bundesweite oder lediglich bundeslandweite wirtschaftliche Belange erforderlich waren, vgl. WEISNER, S. 167 FN 645 m.w.N. Die Abschaffung der Sonderregelung des § 12 II 2 AktG sollte die Übereinstimmung von Kapitaleinsatz und Stimmrechtseinfluß herstellen. Diese Übereinstimmung soll der Erwartung des Kapitalmarktes entsprechen und die „Eigentümerkontrolle“ verbessern, HÜFFER, § 12 RN 8 mit Hinweis auf die RegBegr.

⁹⁷⁷ Zu den Ausgleichsansprüchen von sodann ehemaligen Mehrstimmrechtsaktionären nach Erlöschen bzw. Beseitigung siehe § 5 III bis VI EGActG. Zur Vereinbarkeit der Abschaffung von Mehrstimmrechtsaktien mit der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG und dem aus dem allgemeinen Rechtsstaatsprinzip abgeleiteten Vertrauensgrundsatz siehe ZÖLLNER/HANAU, AG 1997, 206 ff., und KLUTH, ZIP 1997, 1217 ff.

⁹⁷⁸ Bleibt die Hauptversammlung untätig, erlöschen die Mehrstimmrechte am 1.6.2003, vgl. § 5 I 1 EGActG.

gungsbeschluß sind die Mehrstimmrechtsaktionäre zwar nicht von der Abstimmung ausgeschlossen, jedoch bedarf es neben der Kapitalmehrheit nicht zusätzlich einer (einfachen) Stimmenmehrheit, § 5 II 2 EGAktG a.E., so daß die Entscheidung zur Beseitigung nicht durch einen oder mehrere Mehrstimmrechtsaktionäre blockiert werden kann. Ausdrücklich schreibt § 5 II AktG vor, daß es keines Sonderbeschlusses der Aktionäre mit Mehrstimmrechtsaktien bedarf⁹⁷⁹ und daß in Abweichung zu § 122 II AktG jeder einzelne Aktionär verlangen kann, die Beseitigung der Mehrstimmrechtsaktien auf die Tagesordnung der Hauptversammlung zu setzen^{980 981}.

(3) Praktische Bedeutung

Das Instrument eignet sich zur Abwehr eines feindlichen Übernahmeangebotes nur für Gesellschaften, die bereits wirksam Mehrstimmrechtsaktien geschaffen haben. Mehrstimmrechtsaktien finden sich vor allem bei den kommunalen Aktionären der Energieversorgungsunternehmen.⁹⁸² Insgesamt haben Mehrstimmrechtsaktien jedoch keine wesentliche Bedeutung unter deutschen Aktiengesellschaften erlangt.⁹⁸³ Die Zahl der Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien wird auf 26 geschätzt, worunter sich mit RWE und Siemens zwei DAX 30-Unternehmen befinden.⁹⁸⁴

(4) Umgehungsmöglichkeit und Schwachstellen

Der von der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien nicht begünstigte Aktionär kann diesen Stimmrechtsnachteil nicht unmittelbar durch etwaige taktische Manöver umgehen.

Eine kleine Schwachstelle des Instruments der Mehrstimmrechtsaktie liegt in der – für viele Abstimmungspunkte in der Hauptversammlung zur (einfachen) Stimmenmehrheit nach § 133 I AktG – zusätzlich erforderlichen Kapitalmehrheit. Die Kapitalmehrheit bleibt von der Stimmenkumulierung auf Mehrstimmrechtsaktien unberührt.⁹⁸⁵ Bezüglich solcher Tagesordnungspunkte der Hauptversammlung, für die eine Kapitalmehrheit erforderlich ist, können unerwünschte Aktionäre nach etwaigem Erwerb einer über 25 %-igen Sperrminorität notwendige Hauptversammlungsbeschlüsse blockieren. Damit alleine kann aber nur „gestört“ werden, eine Übernahme der Kontrolle in der Gesellschaft bleibt ausgeschlossen, weil grundsätzlich für alle Hauptversammlungsbeschlüsse eine einfache *Stimmenmehrheit* erforderlich ist.

⁹⁷⁹ § 5 II 3 AktG.

⁹⁸⁰ § 5 II 4 AktG.

⁹⁸¹ Ausgleichsansprüche sind in § 5 III EGAktG vorgesehen.

⁹⁸² WEISNER, S. 166 m.w.N.

⁹⁸³ Vgl. BRÄNDEL in FS Quack, Berlin 1991, S. 175, 176, wonach in den Jahren 1966 bis 1989 lediglich 19 landesbehördliche Genehmigungen erteilt worden sein sollen bei einem Bestand von knapp 2500 Aktiengesellschaften. In der Mehrzahl der Fälle waren davon Energiewirtschaftsunternehmen betroffen, an denen die öffentliche Hand beteiligt ist; zur praktischen Bedeutung siehe auch PELTZER, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 90, 93 m.w.N.

⁹⁸⁴ PELTZER, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 90, 93.

⁹⁸⁵ Modifizierungen der Stimmrechtsmacht durch Mehrstimmrechtsaktien berühren nicht die gegebenenfalls zusätzlich (§ 133 I AktG) erforderliche Kapitalmehrheit.

Wie oben dargestellt, verspricht die Einrichtung von Mehrstimmrechtsaktien nur dann die gewünschte Abwehrwirkung gegenüber unerwünschtem Stimmverhalten von „verwaltungsfeindlichen“ Aktionären, wenn die Aktien bei freundlich gesinnten Aktionären liegen. Dies auf Dauer sicherzustellen, wird nicht immer einfach sein. Eine unerwünschte Weiterveräußerung an Dritte kann nur bei vinkulierten Namensaktien verhindert werden. Nur, wenn sich die „Windrichtung“ seitens dieser „privilegierten“ Mehrstimmrechtsaktionäre ändert, kann die gewünschte einseitige Hauptversammlungskontrolle auch hier schnell zum Trojanischen Pferd werden. Außerdem können Mehrstimmrechte mit einfacher Mehrheit des vertretenen Grundkapitals (ausnahmsweise ohne gleichzeitige Stimmenmehrheit) beseitigt werden.

Für diejenigen Gesellschaften, die wirksam Mehrstimmrechtsaktien implementiert haben, hat insgesamt die Maßnahme wegen ihres zielgenauen Wirkungsgrades eine große Wirkung im Rahmen einer Verteidigungsstrategie gegen feindliche Übernahmeveruche.

cc) Höchststimmrechte⁹⁸⁶, § 134 I AktG

(1) Prinzip und Wirkungsweise

Außerhalb des § 134 I läßt das Aktiengesetz eine Entziehung, respektive Limitierung des Stimmrechts nicht zu. Es gilt der Grundsatz des § 12 I AktG, wonach jede Aktie das Stimmrecht gewährt, das nach § 134 I 1 AktG nach Aktiennennbeträgen ausgeübt wird. Nach § 134 I 2 AktG kann die Satzung jedoch das Stimmrecht durch Festsetzung von Höchstbeträgen beschränken. Damit kann der Einfluß einzelner Aktionäre auf einen Höchstbetrag oder eine bestimmte Beteiligungsquote beschränkt werden.⁹⁸⁷ Die Beschränkung der Stimmrechtsmacht eines einzelnen Aktionärs kann bis zu einer Abstimmung nach Köpfen erstreckt werden.⁹⁸⁸ D.h. ein einzelner Aktionär kann dann maximal eine Stimme in der Hauptversammlung ausüben, gleich wie viele Aktien er hält.⁹⁸⁹ Lediglich eine Ungleichbehandlung der verschiedenen Aktionäre (gleicher) Aktiengattung⁹⁹⁰, d.h. die Limitierung des Stimmrechts nur eines Teiles der Aktionäre, ist verboten, § 134 I 5 AktG. Dadurch soll verhindert werden, daß den anderen Aktionären faktisch Mehrstimmrechte eingeräumt werden.⁹⁹¹ Die Höchststimmregelung kann sowohl für einzelne als auch generell für alle Beschlußgegenstände statuiert werden.⁹⁹²

Mittels einer entsprechenden Satzungsregelung⁹⁹³ können bei der „Quotelung“ gemäß § 134 I 3, 4 AktG auch Aktien hinzugerechnet werden, die für Rechnung eines Aktionärs von einem anderen oder einem abhängigen, herrschenden oder konzernverbundenen Unternehmen gehal-

⁹⁸⁶ Umfassend zu Höchststimmrechten, BAUMS AG 1990, 221 ff., ZÖLLNER/NOACK, AG 1991, 117 ff.; zu Stimmrechtsbeschränkungen als Abwehrmaßnahme, SCHNEIDER, U.H., AG 1990, 56 ff.

⁹⁸⁷ Üblich sind 3 %, 5 % oder 10 % als Höchstbetrag, HÜFFER, § 134 RN 6; vgl. u.a. HERRMANN, S. 24.

⁹⁸⁸ Ganz h.M., HÜFFER, § 134 RN 6 m.w.N.

⁹⁸⁹ In Abwandlung des aktienrechtlichen Grundsatzes „one share – one vote“ zu „one man – one vote“.

⁹⁹⁰ Eine unterschiedliche Regelung je nach Höhe der Beteiligung ist jedoch zulässig, z.B. 1 Stimme entfällt auf 10 Aktien, ab 1000 Aktien entfällt 1 Stimme auf 20 Aktien usw., vgl. HÜFFER, § 134 RN 6.

⁹⁹¹ HÜFFER, § 134 RN 14 mit Hinweis auf die Regierungsbegründung bei Kropff S. 192.

⁹⁹² HÜFFER, § 134 RN 6.

ten werden.⁹⁹⁴ Dabei werden – entgegen dem Wortlaut der Norm⁹⁹⁵ – auch Privatpersonen, die maßgeblich an anderen Unternehmen beteiligt sind und auf diese wesentlichen Einfluß ausüben, im Einzelfall als „Unternehmen“ i.S.d. §§ 15 ff. AktG behandelt.⁹⁹⁶ Eine solche Satzungsregelung gemäß § 134 I 3, 4 AktG ist zum Zwecke der Abwehr von unerwünschter Einflußnahme auf die Gesellschaft dringend geboten, wäre doch ansonsten eine Umgehung der Wirkung des Höchststimmrechtes allzu leicht.

Die Wirkung auf die Stimmrechtsmacht ist vergleichbar der bei Einrichtung von Mehrstimmrechtsaktien. Dort tritt die Wirkung mittelbar durch Privilegierung befreundeter Aktionäre ein, während hier direkt der unliebsame Übernehmer und Aktionär in seiner Stimmrechtsausübung eingeschränkt werden soll. Wo es neben einer etwaigen Kapitalmehrheit der (einfachen) Stimmenmehrheit gemäß § 133 I AktG bedarf, kann der Übernehmer auch nach Erwerb der (einfachen) Mehrheit des Aktienkapitals in der Ausübung der Kontrolle in der Hauptversammlung beschnitten werden. Ab der eingerichteten Höchststimmrechtsschwelle wird zusätzlicher Kapital- und Risikoeinsatz mit relativ geringerer Einflußnahme auf die Gesellschaft versehen.⁹⁹⁷

(2) Praktische Bedeutung

Höchststimmrechte waren und sind eine sehr umstrittene Abwehrmaßnahme gegen Übernahmeveruche.⁹⁹⁸ Voraussetzungen und Wirkungen wurden in jüngerer Vergangenheit anlässlich mehrerer Beispiele in der Praxis ausführlich diskutiert.⁹⁹⁹ Der Einsatz dieses Mittels hatte sich in der Praxis insbesondere bei deutschen Großbanken durchgesetzt. Als Abwehrinstrument dürften Stimmrechtsbeschränkungen zu den beliebtesten Techniken gehört haben.¹⁰⁰⁰ In der Praxis liegen die Höchststimmquoten innerhalb des Spektrums von 0,1 % und 20 %.¹⁰⁰¹

⁹⁹³ Die Zusammenrechnungsvorschriften gelten nicht bereits kraft Gesetzes, vgl. HARRER/GRABOWSKI, DStR 1992, 1326, 1327 m.w.N.

⁹⁹⁴ Die Definition der Begriffe „abhängiges“, herrschendes“ sowie „konzernverbundenes Unternehmen“ entspricht derjenigen in §§ 17, 18 AktG. Eine Beherrschung im Sinne von § 17 AktG liegt vor, wenn das herrschende Unternehmen über Mittel verfügt, die es ihm ermöglichen, das andere Unternehmen seinem Willen zu unterwerfen und diesen bei ihm durchzusetzen, vgl. hierzu HÜFFER, § 134 RN 11 m.w.N.

⁹⁹⁵ So schon RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 699.

⁹⁹⁶ Siehe hierzu insbesondere BGHZ 69, 334, 337 f. sowie BGHZ 95, 330 („Autokran“) für einen GmbH-Gesellschafter-Geschäftsführer, KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, § 15 RN 6 ff.

⁹⁹⁷ Vgl. ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 134 RN 34.

⁹⁹⁸ Vgl. zur kritischen Bewertung HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 25 und MARTENS, AG 1993, 495 je m.w.N.

⁹⁹⁹ Vgl. u.a. die Beispiele bei HERRMANN, S. 24; zur Diskussion und Kritik über Höchststimmrechte siehe die Nachweise bei WEISNER, S. 156, 161 ff. Vielfach wird in diesem Zusammenhang auf die Zeit der Ölkrise in den 70'er Jahren hingewiesen: Mehrere bedeutende deutsche Publikumsgesellschaften haben dieses Instrument nach umfangreichen Aktienkäufen einiger Ölstaaten zur Verteidigung gegen eine etwaige unerwünschte Einflußnahme implementiert. Das Stimmrecht wurde dabei auf maximal 5 %, 10 % oder 15 % des stimmberechtigten Aktienkapitals beschränkt; beispielhaft hierfür seien die Gesellschaften BASF, Bayer, Deutsche Bank und Dresdner Bank genannt, HLAWATI/BIRKNER/GRAF ecoloX 2000, 84, 87 (FN 44); HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 24. Zum Bedürfnis der Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen in der Bundesrepublik Deutschland während der Ölkrise siehe GAMERDINGER/SAUPE, AG 1976, 1 ff.

¹⁰⁰⁰ Vgl. HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 24.

¹⁰⁰¹ Vgl. u.a. bei HERRMANN, S. 24

Die Verbreitung von Höchststimmrechten ist jedoch stark rückläufig¹⁰⁰² und die praktische Bedeutung ist spätestens seit dem Inkrafttreten des KonTraG im Jahre 1998 nur noch geringer geworden. Mit dem KonTraG wurde die Möglichkeit der (Neu-)Einrichtung von Höchststimmrechten für *börsennotierte* Aktiengesellschaften abgeschafft. Bereits vorher geschaffene Höchststimmrechte galten in einer Übergangsfrist nur noch bis zum 1.6.2000 fort.¹⁰⁰³

Nichtbörsennotierte Aktiengesellschaften jedoch können gemäß § 134 I 2 AktG (n.F.) nach wie vor Höchststimmrechte einrichten. § 3 II AktG definiert börsennotierte Gesellschaften als solche, „deren Aktien zu einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum [...] zugänglich ist“. Eingeschlossen sind dabei auch Notierungen an entsprechenden ausländischen Börsen.¹⁰⁰⁴ Insoweit ist nunmehr seit dem KonTraG eine getrennte Behandlung von börsennotierten und nichtbörsennotierten Unternehmen geboten. Problematisch ist jedoch die Zuordnung einzelner Aktiengesellschaften zur Kategorie der „nichtbörsennotierten Gesellschaften“, bzw. Identifizierung als „börsennotiert“. Nicht börsennotiert i.S.d. § 3 II AktG sind jedenfalls alle Gesellschaften, die im Freiverkehr gemäß § 78 BörsG gehandelt werden.¹⁰⁰⁵ Eindeutig nicht einbezogen sind ebenso der außerbörsliche Handel über das Internet sowie der (außerbörsliche) Telefonhandel.¹⁰⁰⁶ Börsennotiert sind unstrittig Gesellschaften, die am amtlichen Handel und geregelten Markt gelistet sind. Strittig ist, ob die Gesellschaften, die am Neuen Markt der Frankfurter Börse notiert sind, als börsennotiert i.S.d. § 3 II AktG gelten.¹⁰⁰⁷ Folgt man dem insoweit eindeutigen Wortlaut des Gesetzestextes, so kann man den Neuen Markt nicht dazu zählen, weil er nicht von staatlich anerkannten Stellen geregelt ist.¹⁰⁰⁸ Zwar ist der Neue Markt rein privatrechtlich organisiert und die gelisteten Gesellschaften werden im Freiverkehr gehandelt. Jedoch setzt die Notierung am Neuen Markt zwingend eine gleichzeitige Zulassung zum geregelten Markt voraus.¹⁰⁰⁹ Folglich sind auch die am Neuen Markt gelisteten Gesellschaften börsennotiert i.S.d. § 3 II AktG. Die Einrichtung von Höchststimmrechten scheidet daher auch für diese Gesellschaften aus.

Keine (praktische) Bedeutung hat die Einrichtung von Höchststimmrechten mithin für alle Gesellschaften, die am amtlichen Handel oder im geregelten Markt (einschließlich der

¹⁰⁰² CLAUSSEN, AG 1996, 481, 491 spricht für das Jahr 1996 bereits von „kaum noch 20 Aktiengesellschaften“ mit Höchststimmrechten.

¹⁰⁰³ Vgl. § 5 VII EGaktG: Für diese noch bestehenden Höchststimmrechte galten die Bestimmungen in § 134 I 2 bis 5 AktG a.F. bis zu diesem Termin fort.

¹⁰⁰⁴ ZIMMER, NJW 1998, 3521, 3522 mit Hinweis auf die amtliche Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucksache 13/9712, S. 12.

¹⁰⁰⁵ GESSLER, Kommentar, § 3 RN 1.; BT-Drucksache 13/9712, S. 12 reSp.

¹⁰⁰⁶ WEISNER, S. 159.

¹⁰⁰⁷ Zum Streit im einzelnen vgl. WEISNER, S. 158 m.w.N.; GESSLER, Kommentar, § 3 RN 1 subsumiert den Neuen Markt nicht unter den geregelten Handel i.S.d. § 3 II.

¹⁰⁰⁸ CLAUSSEN, DB 1998, 177, 178; GESSLER, Kommentar, § 3 RN 1.

¹⁰⁰⁹ Vgl. § 78 I BörsG i.V.m. § 66a BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse und das Regelwerk Neuer Markt, welches als Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB) ausgestaltet ist. Siehe auch ZIMMER, NJW 1998, 3521, 3522 (m.w.N.) mit dem zusätzlichen Hinweis auf die Beschlußempfehlung des Rechtsausschusses zum KonTraG, wonach „insbesondere auch die am Neuen Markt notierten Unternehmen, börsennotiert“ i.S.d. § 3 II AktG seien.

„Neue Markt-Unternehmen“) notiert sind.¹⁰¹⁰ Nach der künftigen Neusegmentierung der Märkte sind sowohl die Gesellschaften im Prime Standard als auch im General Standard börsennotiert i.S.d. § 3 II AktG. Für all diese Gesellschaften gilt ein Verbot der Neueinrichtung von Höchststimmrechten, die Übergangsfristen sind abgelaufen. Für alle anderen Aktiengesellschaften aber kann das Stimmrecht der Aktien nach wie vor durch Festsetzung eines Höchstbetrages begrenzt werden.

(3) Implementierung

Stimmrechtsbeschränkungen müssen von der Hauptversammlung beschlossen werden und in der Satzung verankert werden. Sie können entweder bereits in der Ursprungssatzung vorgesehen sein oder nachträglich durch Satzungsänderung eingeführt werden.¹⁰¹¹ Jedenfalls kann dies noch solange erfolgen, als noch kein Aktionär mit seiner gegenwärtigen Anteilsquote durch das einzuführende Höchststimmrecht in seinem Stimmrecht beschnitten wird.¹⁰¹² Die nachträgliche Einführung solcher Höchststimmrechte ist dann bedenklich, wenn einzelne Aktionäre, über die künftige Stimmrechtsquote hinaus, bereits Anteile an der Gesellschaft halten und somit – im Gegensatz zu anderen Aktionären – unmittelbar in ihrem Recht auf Stimmausübung beschnitten werden.¹⁰¹³ Der BGH hat jedoch – gedeckt durch den insoweit nicht anders lautenden Gesetzestext¹⁰¹⁴ – die nachträgliche Statuierung von Höchststimmrechten, bei Vorliegen einer satzungsändernden Mehrheit, auch für den Fall als zulässig erachtet, daß die von dem Höchststimmrecht betroffenen Aktionäre widersprechen.¹⁰¹⁵

Die Satzungsänderung bedarf der entsprechenden gesetzlichen¹⁰¹⁶ Kapitalmehrheit von $\frac{3}{4}$ des vertretenen Grundkapitals nebst einer einfachen Stimmenmehrheit gemäß § 133 I AktG. Ein Beschluß der Hauptversammlung „auf Vorrat“ zugunsten einer späteren Ausübung durch den Vorstand – unter bestimmten Voraussetzungen¹⁰¹⁷ – muß richtigerweise unzulässig sein.¹⁰¹⁸

¹⁰¹⁰ ZIMMER, NJW 1998, 3521, 3522.

¹⁰¹¹ Zur nachträglichen Einführung von Höchststimmrechten und Stimmrechtsbeschränkungen allgemein IMMENGA, BB 1975, 1042 ff. und WERNER, AG 1975, 176 ff.

¹⁰¹² Vgl. BGHZ 70, 117, 119 f., 121 f. = WM 1978, 56 – Mannesmann (Der Entscheidung lag folgender Sachverhalt zugrunde: Ein Aktionär klagt gegen die Mannesmann-AG und beantragt, die Nichtigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses festzustellen, wonach das Stimmrecht auf eine Höchstquote von 5 % des Grundkapitals begrenzt werden sollte. Er macht geltend, § 134 I 2 AktG lasse die nachträgliche Einführung eines Höchststimmrechtes nicht oder jedenfalls nur mit Zustimmung der betroffenen Aktionäre zu. Im Zeitpunkt der Hauptversammlungsbeschlußfassung habe mindestens ein Aktionär der Beklagten Aktien im Nennwert von mehr als 5 % des Grundkapitals innegehabt); HÜFFER, § 134 RN 7.

¹⁰¹³ HÜFFER, § 134 RN 8 m.w.N. Als Begründung wird u.a. die Verletzung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes angeführt, vgl. ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 134 RN 48.

¹⁰¹⁴ Der Gesetzestext läßt in § 134 I 2 AktG keine Einschränkung für eine entsprechende nachträgliche Satzungsänderung erkennen, und die darin liegende spezielle Regelung schließt es aus, daß auf allgemeine Grundsätze zurückgegriffen werden kann, HÜFFER, § 134 RN 8 m.w.N.

¹⁰¹⁵ Vgl. BGHZ 70, 117, 119 f.; in der Literatur aber nicht unwidersprochen: siehe beispielhaft bei LUTTER/SCHNEIDER, ZGR 1975, 182, 195 f., ZÖLLNER in Kölner Kommentar § 134 RN 48.

¹⁰¹⁶ Vgl. § 179 I 1, II 1 AktG, soweit die Satzung nicht eine höhere Mehrheit vorsieht.

¹⁰¹⁷ Gegebenenfalls zusätzlich unter der Bedingung der Zustimmung des Aufsichtsrates.

¹⁰¹⁸ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 24 spricht in diesem Kontext von einer „gestuften“ Stimmrechtsbeschränkung.

Darin wäre eine unzulässige Delegation der Satzungscompetenz an den Vorstand zu sehen.¹⁰¹⁹

(4) Umgehungsmöglichkeiten und Schwachstellen

(a) Schwachstellen

Eine Stimmrechtsbeschränkung kann ebenso, wie sie eingeführt wird, wieder abgeschafft werden, wenn der Übernehmer eine satzungsändernde Kapitalmehrheit findet¹⁰²⁰. Denn bei der Abstimmung hierüber bleibt die Stimmrechtsbeschränkung außer Betracht.¹⁰²¹ Ein potentieller Übernehmer kann, durchaus mit Erfolgsaussichten, ein Übernahmeangebot unter der Bedingung abgeben, daß das Höchststimmrecht wieder abgeschafft wird.¹⁰²²

Die Stimmrechtsbeschränkung gilt nur für die Berechnung von *Stimmenmehrheiten*, nicht aber für die von *Kapitalmehrheiten*, § 134 I 6 AktG. Zwar bleibt sie nicht ohne Auswirkung, wo das Gesetz bzw. die Satzung zusätzlich eine *Kapitalmehrheit*, wie zum Beispiel bei Satzungsänderungen, Kapitalerhöhungen oder Unternehmensverträgen, vorschreibt. Denn in diesen Fällen bleibt das Erfordernis einer Stimmenmehrheit gemäß § 133 I AktG (zusätzlich) bestehen. Aber ein etwaiger unerwünschter Aktionär, der mehr als 25 % des vertretenen Grundkapitals der Gesellschaft hält, kann – trotz Limitierung seiner Stimmrechtsmacht durch ein statuiertes Höchststimmrecht – mit seiner „Sperrminorität“ Entscheidungen der Hauptversammlung, die einer 75 %-igen Kapitalmehrheit bedürfen, verhindern.¹⁰²³

Schließlich darf auch nicht die Tatsache unterdrückt werden, daß der faktische wirtschaftliche Druck, der von Mehrheitsbeteiligungen oder wesentlichen Beteiligungen auf eine Unternehmensverwaltung ausgeht, ganz erheblich sein kann und auch nicht von Stimmrechtsbeschränkungen nachhaltig gemindert wird.¹⁰²⁴

¹⁰¹⁹ Vgl. hierzu auch HLAWATI/BIRKNER/GRAF *ecolex* 2000, 84, 87 (FN 40); so auch das LG Frankfurt in seiner Entscheidung v. 29.1.1990, WM 1990, 237.

¹⁰²⁰ Dies sind in der Regel 75 % des in der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals, vgl. § 179 II 1 AktG. OTTO (in DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8) weist – wohl zu weitgehend – darüber hinaus darauf hin, daß in den Fällen, in denen ein Aktionär eine qualifizierte Kapitalmehrheit erwirbt, eine Berufung der übrigen Aktionäre auf die Stimmrechtsbeschränkung mit den gesellschaftsrechtlichen Treuepflichten kollidieren könne.

¹⁰²¹ Sobald der Bieter über die erforderliche Anzahl an Aktien verfügt, kann er mit einer Beteiligung i.H.v. 5 % des Grundkapitals auch die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung mit dem Tagesordnungspunkt Abschaffung des Höchststimmrechts verlangen (§ 122 I AktG). Hält er Aktien im Nennbetrag von 500.000 €, kann er immerhin einen entsprechenden Tagesordnungsergänzungsantrag auf einer ordentlichen Hauptversammlung stellen (§ 122 II AktG), vgl. hierzu OTTO, AG 1994, 167, 174.

¹⁰²² OTTO, AG 1994, 167, 174; SÜNNER in FS Quack, S. 457, 462.

¹⁰²³ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7; BAUMS, AG 1990, 221, 225 spricht von einem Lästigkeitswert, der die Verwaltung bzw. die übrigen Aktionäre auf Dauer nötigen könne, ihm in Angelegenheiten, in denen es allein auf die Stimmenzahl ankommt, Konzessionen zu machen.

¹⁰²⁴ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 463 mit Hinweisen auf den Beispielsfall der Übernahme der Feldmühle Nobel AG durch die Veba AG zu beinahe 50 %, wonach der Veba-Vorstandsvorsitzende den Aufsichtsratsvorsitz bei der Feldmühle-Nobel AG übernommen hatte.

(b) Nebenwirkungen

Die Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen kann erhebliche kursdämpfende Wirkung entfalten.¹⁰²⁵ Ob dies zwingend so sein muß, ist allerdings nicht belegt. Es werden Unternehmenswertminderungen im Bereich zwischen 3 % und 4 % erwogen.¹⁰²⁶ Der Kapitalmarkt reagiert jedoch zusehends sensibler auf Beeinträchtigungen der Unternehmenskontrolle.

(c) Umgehung durch Abstimmungsvereinbarungen

Mehrere Aktionäre, die alle jeweils einen Anteil am Grundkapital bis zur festgelegten Höchststimmrechtsschwelle vertreten, können ein Stimmrechtskonsortium bilden. Solche „horizontalen“¹⁰²⁷ Stimmrechtsvereinbarungen sind grundsätzlich zulässig.¹⁰²⁸ Eine Stimmenmehrheit kann etwa durch schuldrechtliche Vereinbarungen zwischen Kleinaktionären mittels durch Depotbanken koordiniertem Stimmverhalten erzielt werden.¹⁰²⁹ Auch fällt ein bloßes Stimmrechtskonsortium von (ansonsten) unabhängigen Unternehmen nicht unter den Tatbestand des Konzerns nach §§ 18, 134 I 4 AktG.¹⁰³⁰ Demnach können auch mehrere Unternehmen, von denen jedes Aktien bis zur Stimmrechtshöchstgrenze besitzt, die Ausübung ihres Stimmrechts untereinander koordinieren¹⁰³¹ und wären so gemeinsam in der Lage, die Kontrolle in der Hauptversammlung unter Umgehung der Stimmrechtsbeschränkung nach § 134 I AktG zu erreichen.¹⁰³²

(d) Umgehung mittels Stimmrechtsausübung durch Bevollmächtigte

Bei der Stimmrechtsausübung mittels eines Bevollmächtigten erfolgt keine Zurechnung der Aktien i.S.d. § 134 I 3 AktG.¹⁰³³ Ohnehin sind die Kontrollmöglichkeiten erheblich eingeschränkt: Ein Stimmrechtskonsortium braucht nicht offen zu agieren. Es kann ein bestimmtes, u.U. ausländisches¹⁰³⁴ Kreditinstitut mit der gemeinsamen Ausübung des Stimmrechts beauftragen. Das Recht zur Stimmabgabe durch die Depotbank bleibt trotz Stimmrechtsbeschrän-

¹⁰²⁵ Skeptisch SCHNEIDER, U.H., AG 1990, 56, 57.

¹⁰²⁶ Empirische Untersuchungen in den USA haben Wertminderungen i.H.v. 3 % ergeben; in Deutschland kamen andere Untersuchungen auf eine Wertminderung von 4 %, HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 24 f. m.w.N.

¹⁰²⁷ D.h. zwischen Aktionären und nicht mit der Verwaltung der Aktiengesellschaft.

¹⁰²⁸ BAUMS, AG 1990, 221, 225. SCHNEIDER, U.H., AG 1990, 56, 60 schränkt die Zulässigkeit auf Abstimmungsvereinbarungen ein, die nicht auf Dauer angelegt sind.

¹⁰²⁹ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7 f.

¹⁰³⁰ STOLL, BB 1989, 301, 304; dabei dürfen die Aktien der Konsorten nicht in ein Gesamthandseigentum des Konsortiums eingebracht werden, OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7.

¹⁰³¹ In solchen Konsortien soll auch die Entscheidungsfindung per Mehrheitsentscheid zulässig sein, HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 25; nach OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7 (m.w.N.) sogar bis hin zur Übertragung der Entscheidungsbefugnis auf einen einzelnen Konsorten.

¹⁰³² Vgl. STOLL, BB 1989, 301, 304.

¹⁰³³ Die Frage stellt sich nur, wenn die Satzung eine Regelung gemäß § 134 I 3 AktG vorsieht, HÖLTERS, DB 1975, 917, 918; so auch MARTENS, AG 1993, 495, 498 m.w.N.

¹⁰³⁴ Ein ausländisches Bankinstitut mit ausländischem Depot unterliegt – hinsichtlich der Einhaltung der Regelungen in § 135 AktG – nicht der bankaufsichtsrechtlichen Kontrolle, vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 699; OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 7.

kung in voller Höhe bestehen.¹⁰³⁵ Wenn das Kreditinstitut schriftlich bevollmächtigt wird, kann dieses das Stimmrecht im Namen dessen, „den es angeht“ ausüben, ohne daß die Vollmachtsurkunden der Gesellschaft vorgelegt werden müssen.¹⁰³⁶ Die hinter den Stimmen stehenden Personen oder Vereinigungen bleiben verborgen.¹⁰³⁷

Auch ein einzelner Aktionär kann seinen Stimmbesitz auf verschiedene Kreditinstitute verteilen und ihnen gemäß § 135 IV 2 AktG Vollmacht zur Abstimmung im Namen dessen, den es angeht, geben.¹⁰³⁸ Genauso kann er seine Aktien auf mehrere „Legitimationsaktionäre“ i.S.d. § 129 III AktG verteilen, welche die Stimmrechte für einen anderen im eigenen Namen ausüben.¹⁰³⁹ Der Name des eigentlichen Hintermannes muß nicht aufgedeckt werden.

Selbst eine rechtswidrige Umgehung des Höchststimmrechts durch Einschaltung von Treuhändern oder Stroh Männern, welche Aktien für Rechnung des Aktionärs halten, hat die gleiche faktische Kraft, wenn – wie regelmäßig der Fall – deren Verbindung nicht nachgewiesen werden kann.

(e) Sanktionen bei Verletzung von Stimmrechtsbeschränkungen

Aus Gründen des effektiven Rechtsschutzes muß der Versammlungsleiter in der Hauptversammlung bei Zweifeln über das Eingreifen von Stimmrechtsbeschränkungen die umstrittenen Stimmen zunächst zulassen.¹⁰⁴⁰ Schließlich kommt noch erschwerend hinzu, daß selbst materiell-rechtlich eindeutig qualifizierbare Verstöße gegen §§ 134, 405 III Nr. 5 AktG – mangels Beweisbarkeit – kaum sanktioniert werden können.¹⁰⁴¹ Ohnehin stellt nur die Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses nach § 243 AktG eine echte Sanktion dar. Schließlich ist die Geldbuße gemäß § 405 IV AktG mit einer Höchstgrenze von bis zu 25.000 € im Rahmen eines Übernahmekampfes ein eher stumpfes Schwert.

(5) Gesamtbewertung

Als Abwehrmaßnahme gegen die Kontrolle der Hauptversammlung durch einen unerwünschten Aktionär ist die Einführung von Höchststimmrechten in der Satzung wenig brauchbar. Die Umgehungsmöglichkeiten¹⁰⁴² sind zu vielfältig und können meist ohne großen Aufwand in-

¹⁰³⁵ HARRER/GRABOWSKI, DSrR 1992, 1326, 1328 m.w.N.

¹⁰³⁶ § 135 IV 2, 4 AktG.

¹⁰³⁷ Zum Nachweis der Stimmberechtigung genügt statt dessen eine Bescheinigung über die Hinterlegung der Aktien bei einer Wertpapiersammelbank, wobei die Hinterlegungsbescheinigung auf den Namen der Bank ausreicht. Zwar kann die Satzung nach § 123 II AktG nicht nur die Hinterlegung der Aktien verlangen, sondern auch, daß sich die Aktionäre vor der Versammlung anmelden. Kreditinstitute, welche das Stimmrecht im Namen dessen, den es angeht, ausüben, brauchen aber bei dieser Anmeldung den Namen der vertretenen Aktionäre nicht anzugeben, § 129 II 2 AktG.

¹⁰³⁸ HARRER/GRABOWSKI, DSrR 1992, 1326, 1328 m.w.N.

¹⁰³⁹ BAUMS AG 90, 221, 226.

¹⁰⁴⁰ HARRER/GRABOWSKI, DSrR 1992, 1326, 1328 m.w.N.

¹⁰⁴¹ Insbesondere bei Einschaltung von Treuhändern, HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 25.

¹⁰⁴² Zu den Umgehungen in der Praxis siehe die Beispiele von Feldmühle und Continental bei NICK, ZfB 1991, 859, 877; PELTZER, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 90, 98 f.

szeniert werden.¹⁰⁴³ Die Umgehungsmöglichkeit von Stimmrechtsbeschränkungen mittels Stimmbindungsvereinbarungen gewinnt um so mehr Gewicht, als die Hauptversammlungspräsenz bei Publikumsgesellschaften eher niedrig ist.¹⁰⁴⁴

Zusammenfassend kann man nicht einmal von einer die Kontrollerlangung erschwerenden Verzögerung sprechen.¹⁰⁴⁵ Auch in der Praxis haben sich bislang Stimmrechtsbeschränkungen nicht als zuverlässiges Abwehrmittel erwiesen.¹⁰⁴⁶ Auf den ersten Blick mag ein statutarisches Höchststimmrecht vereinzelt gleichwohl abschreckende Wirkung entfalten.

dd) Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien

(1) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise

Aus § 12 I 1 AktG geht hervor, daß das Aktiengesetz grundsätzlich von Gesellschaftsanteilen in Form von Aktien mit Stimmrecht ausgeht (sogenannte Stammaktien). In Satz 2 wird jedoch auch – unter Wahrung der besonderen Vorschriften¹⁰⁴⁷ – die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien zugelassen.

Mittels der Ausgabe von Vorzugsaktien kann die Gesellschaft ihr Eigenkapital erhöhen, ohne auf der anderen Seite neue Stimmrechte auszugeben.¹⁰⁴⁸ Die Stimmenverhältnisse, bleiben also auch nach der Kapitalerhöhung unverändert. Im Falle der nachträglichen Umwandlung bestehender Stammaktien in Vorzugsaktien ohne Stimmrecht bleibt die Eigenkapitalausstattung im wesentlichen unverändert, jedoch ändert sich die Stimmrechtsverteilung in der Hauptversammlung der Gesellschaft zugunsten der verbleibenden Stammaktionäre.

Vorzugsaktien dürfen gemäß § 139 II AktG nur bis zur Hälfte des gesamten Grundkapitals (=Gesamtnennbetrag) ausgegeben werden, d.h. bis zur Höhe des Nominalbetrages der übrigen Aktien.¹⁰⁴⁹

¹⁰⁴³ Die betroffene Gesellschaft kann mit Statuierung eines höheren Mehrheitserfordernisses für die Beseitigung der Stimmrechtsbeschränkung etwas entgegenwirken, vgl. HLAWATI/BIRKNER/GRAF *ecollex* 2000 84, 88. BAUMS, AG 1990, 221, 225 weist zurecht darauf hin, daß ein extrem niedrig angesetztes Höchststimmrecht zwar den Erfolg von Stimmenpools verringern kann, jedoch markiere dies dann auch die Grenze der Investitionsbereitschaft der Aktionäre.

¹⁰⁴⁴ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 25, spricht, unter Anführung von konkreten Beispielen, von höchstens 65 %.

¹⁰⁴⁵ So jedoch noch WEISNER, S. 165. Ein Zeitgewinn für den defensiven Vorstand ist nicht ersichtlich, insbesondere enthalten die ersichtlichen Umgehungsmöglichkeiten keine Verzögerungskomponente.

¹⁰⁴⁶ Vgl. nur SÜNNER in FS Quack, S. 457, 462, wonach sich das Höchststimmrecht „eher für akademisch-juristische Auseinandersetzungen eignet, als daß ihm praktisches Gewicht zukäme“ mit Hinweis auf Stimmungen aus der Beratungspraxis („Witz“ und „Pappschwert“). Ganz anders offenbar noch die Ansichten von Legislative und Bundesgerichtshof in den Jahren 1965 (AktG 1965) und 1977 (BGHZ 70, 117, 124), HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 25 m.w.N.

¹⁰⁴⁷ Vgl. insbesondere die §§ 139 bis 141 des AktG.

¹⁰⁴⁸ Einschränkung muß festgehalten werden, daß freilich die (spätere) Ausgabe von Stammaktien statt Vorzugsaktien durch ein höheres Agio in der Regel mehr Geld in die Kasse bringt. Schließlich notieren in aller Regel die „Stämme“ an den Börsen höher als die „Vorzüge“.

¹⁰⁴⁹ HÜFFER, § 139 RN 17 f.

Voraussetzung für den Ausschluß des Stimmrechts ist, daß die Aktien mit einem „nachzuzahlenden Dividendenvorzug ausgestattet“ sind, § 139 I AktG.¹⁰⁵⁰ Dann gewähren Vorzugsaktien aber keine Stimmen i.S.d. § 133 AktG und werden – wie sich mittelbar aus § 140 II 2 AktG ergibt – auch bei der Berechnung der Kapitalmehrheit nicht mit einbezogen.¹⁰⁵¹

Gleichwohl lebt das Stimmrecht des Vorzugsaktionärs auf, sobald etwaige unvollständige Dividendenzahlungen des Vorjahres nicht – neben der vollständigen Vorzugsdividende des laufenden Jahres – in voller Höhe nachgezahlt werden, § 140 II AktG. Erst wenn die ausgebliebenen Dividendenzahlungen vollständig nachgezahlt sind, fällt das Stimmrecht der Vorzugsaktien wieder weg und die Vorzugsaktien sind bei der Berechnung der Kapitalmehrheit nicht mehr zu berücksichtigen (§ 140 II 2 AktG).

(2) Implementierung

Vorzugsaktien können entweder bereits in der Ursprungssatzung festgeschrieben sein oder nachträglich durch Satzungsänderung eingeführt werden.¹⁰⁵² Hierzu bedarf es einer satzungsändernden Mehrheit von mindestens¹⁰⁵³ $\frac{3}{4}$ des bei Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals.¹⁰⁵⁴ Für den Fall der nachträglichen Einführung können die (neuen) Vorzugsaktien entweder durch eine Kapitalerhöhung bereitgestellt werden, oder es werden bereits ausgegebene Stammaktien in Vorzugsaktien umgewandelt. Für den letzteren Fall bedarf es jedenfalls der Zustimmung der betroffenen Stammaktionäre.¹⁰⁵⁵ Hierzu werden die betroffenen Stammaktionäre jedoch nicht zu motivieren sein.¹⁰⁵⁶

Eine Kapitalerhöhung erfordert eine Satzungsänderung gemäß §§ 179 ff. AktG. Eine Zustimmung der betroffenen Aktionäre ist jedoch hierbei nicht erforderlich, weil nicht in mitgliederschaftliche Rechte eingegriffen wird.¹⁰⁵⁷ Allerdings muß das Bezugsrecht der Altaktionäre gemäß § 186 AktG gewahrt bleiben. Bei der Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien ist ein Ausschluß des Bezugsrechtes¹⁰⁵⁸ für den hier verfolgten Zweck auch gar nicht erforderlich.

¹⁰⁵⁰ So die Legaldefinition der Vorzugsaktien ohne Stimmrecht in § 139 I 1 AktG.

¹⁰⁵¹ Im übrigen verbleiben alle Aktionärsrechte beim Vorzugsaktionär, § 140 I AktG.

¹⁰⁵² HÜFFER, § 139 RN 11.

¹⁰⁵³ Für die Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht kann die Satzung nur eine höhere Mehrheit vorsehen, vgl. § 182 I 2 HS 2 AktG.

¹⁰⁵⁴ §§ 179 ff. AktG.

¹⁰⁵⁵ HÜFFER, § 139 RN 12; BGHZ 70, 117, 122. Strittig ist, ob für den Beschluß der Umwandlung von Stammaktien in Vorzugsaktien nicht nur die umtauschwilligen Stammaktionäre, sondern auch alle übrigen zustimmen müssen. Die überwiegende Lehre bejaht dies wegen der Veränderung der Zusammensetzung der stimmberechtigten Aktionärsschaft und begründet dies teilweise mit dem aktienrechtlichen Gleichheitsgrundsatz, und teilweise mit der aktienrechtlichen Treuepflicht, HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 26 m.w.N. Nimmt man ein solches Zustimmungserfordernis auch derjenigen Aktionäre an, die nicht umtauschwillig sind, erscheint die nachträgliche Einführung von Vorzugsaktien durch Umwandlung bestehender Stammaktien faktisch beinahe unmöglich; so auch RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 700.

¹⁰⁵⁶ Jedenfalls nicht diejenigen, deren Stimmrechtsmacht der Vorstand schmälern will, weil er fürchtet, daß sie ihre Stimmrechtsmacht möglicherweise zur (unerwünschten) Kontrollübernahme nutzen wollen.

¹⁰⁵⁷ HÜFFER, § 139 RN 11.

¹⁰⁵⁸ Unter den Voraussetzungen des § 186 III, IV AktG.

(3) Praktische Bedeutung

Das Instrument wird häufig von Familiengesellschaften wahrgenommen¹⁰⁵⁹, um eine möglichst breite Eigenkapitalbasis zu schaffen, ohne dabei die Kontrolle über die Gesellschaft in der Hauptversammlung aufs Spiel zu setzen.¹⁰⁶⁰

(4) Schwachstellen und Gesamtbewertung der Maßnahme

Die Ausgabe von Vorzugsaktien muß nicht schon in der Ursprungssatzung erfolgen, sondern ist auch nachträglich mittels einer Kapitalerhöhung praktikabel. Allerdings kann dann kein Einfluß auf die Stimmrechtsverteilung genommen werden, diese kann vielmehr lediglich konserviert werden und gleichzeitig kann die Eigenkapitalbasis verbreitert werden.

Gefährlich erscheint, daß eine – nach Ausgabe der maximal zulässigen Anzahl an Vorzugsaktien – relativ breite Eigenkapitalbasis mit lediglich halb so vielen Stimmrechten regiert wird. Das bedeutet, daß die Gefahr einer (unerwünschten) Blockbildung deutlich erhöht ist. Schließlich bedarf es dann nur 50 % des ansonsten erforderlichen Anteils des Grundkapitals, um die Kontrolle in der Hauptversammlung zu gewinnen. Um so wichtiger ist es dann, daß die (verbleibenden) Stammaktien von den „richtigen Aktionären“ – möglichst auf lange Sicht – gehalten werden.¹⁰⁶¹

Für wirtschaftlich schwache Gesellschaften besteht durch die – oben beschriebene – Möglichkeit des Auflebens des Stimmrechtes die Gefahr der Entstehung eines Einfalltores in die Hauptversammlung. Erfährt die Gesellschaft finanzielle Engpässe, kann es sein, daß eine pflichtgemäße Auszahlung der Vorzugsdividende (vorübergehend) unmöglich ist. Über den gezielten Erwerb (auch) von solchen „kranken“ Vorzugsaktien durch einen unerwünschten Altaktionär oder einen Dritten kann von diesem die Kontrolle in der Hauptversammlung erworben werden. Bei entsprechend komfortablen Mehrheiten kann dieser Aktionär sodann in der ordentlichen Hauptversammlung, solange bis das Stimmrecht mangels ordnungsgemäßer Auffüllung aller Dividendenzahlungsrückstände nicht wieder erloschen ist, unter Umständen irreversible Dispositionen auf die Gesellschaft treffen.

Immerhin liegt diese Umgehungsmöglichkeiten von Seiten Dritter – im Rahmen der wirtschaftlichen Dispositionsmöglichkeiten – ständig in der Hand der Leitungsorgane der Gesellschaft. Die Gesellschaft muß nur sicherstellen, daß unvollständige Dividendenzahlungen nicht ein Aufleben des Stimmrechtes gemäß § 140 II AktG bewirken.

¹⁰⁵⁹ In der Regel schon im Rahmen des erstmaligen Börsenganges, RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 701.

¹⁰⁶⁰ Vorzugsaktien ohne Stimmrecht haben seit 1980 kontinuierlich an Bedeutung zugenommen, HÜFFER, § 139 RN 3 m.w.N.

¹⁰⁶¹ Vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 11: „, daß die entscheidenden Stammaktien [...] sich in sicherer Hand befinden.“

b) Veränderung der Kapitalstruktur

Im folgenden sind Maßnahmen zu erörtern, die auf die Anteilseignerstruktur einwirken, indem sie die Beteiligungsquote eines potentiellen Übernehmers verändern. Sie zeichnen sich dadurch aus, daß sie nicht direkt auf die Mitgliedschaftsrechte des potentiellen Bieters einwirken. Ebenso wird die Möglichkeit zum Erwerb von Aktien nicht beeinträchtigt. Vielmehr wird mit diesen Maßnahmen Einfluß auf das Beteiligungsverhältnis genommen, indem versucht wird, die Anteilseignerschaft – möglichst zu Lasten des potentiellen feindlichen Bieters – zu verbreitern. Dadurch wird die Möglichkeit der Kontrollausübung in der Hauptversammlung für den potentiellen Übernehmer erschwert.

aa) Kapitalerhöhungsmaßnahmen

Kapitalerhöhungen zielen als Verteidigungsmaßnahmen darauf ab, die Börsenkapitalisierung der Gesellschaft zu erhöhen und den (gegenwärtigen) relativen Anteil des feindlichen Bieters an der Zielgesellschaft zu verringern. Als Kapitalerhöhungsmaßnahmen stehen die reguläre Kapitalerhöhung (§§ 182 ff. AktG) und das genehmigte Kapital (§§ 202 ff. AktG) zur Verfügung. Insbesondere das genehmigte Kapital steht in dem Ruf, das effizienteste Abwehrmittel für deutsche Zielgesellschaften zu sein.¹⁰⁶²

(1) Ordentliche Kapitalerhöhung gegen Einlagen, §§ 182, 186 AktG

(a) Prinzip und Wirkungsweise als Abwehrinstrument

Mittels einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen wird die Eigenkapitalbasis der Gesellschaft verbreitert. Durch die Ausgabe junger Aktien steigt die Anzahl der ausgegebenen Aktien. Um eine einfache oder qualifizierte (Kapital-)Mehrheit in der Hauptversammlung zu vertreten, muß der entsprechende Aktionär absolut mehr Anteile am Grundkapital halten und damit auch mehr Kapital eingelegt haben.

Die Mehrheitsverhältnisse unter den Gesellschaftern verändern sich mit einer Kapitalerhöhung also noch nicht zwingend. Der einzelne Aktionär muß lediglich nach der Kapitalerhöhung mehr Aktien halten als vorher, um die gleiche Quote an den gesamten Gesellschaftsanteilen zu halten. Daher kommt es bei einer Kapitalerhöhung entscheidend darauf an, wer die neu auszugebenden Aktien bezieht. Aus diesem Grunde sieht das deutsche Aktienrecht¹⁰⁶³ ein Bezugsrecht der Altaktionäre vor.¹⁰⁶⁴ Üben alle bisherigen Aktionäre ihr Bezugsrecht aus,

¹⁰⁶² Vgl. nur SCHANZ, NZG 2000, 337, 343.

¹⁰⁶³ Das Bezugsrecht wurde durch das HGB 1897 eingeführt, nachdem sich gezeigt hatte, daß Vorstand und Aufsichtsrat den Altaktionären ihren Einfluß entziehen konnten, indem sie die jungen Aktien ihnen gewogeneren Zeichnern zukommen ließen, K. SCHMIDT, Gesellschaftsrecht, § 29 III 2 d m.w.N.

¹⁰⁶⁴ Alle europäischen Rechtsordnungen sehen ein solches Bezugsrecht vor (vgl. Art. 29 der 2. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie), LUTTER, JZ 1998, 50. Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum Bezugsrecht der alten Aktionäre in der Europäischen Gemeinschaft findet sich bei WYMEERSCH, AG 1998, 382 ff.

bleiben die Mehrheitsverhältnisse unter den Gesellschaftern – vor und nach der Kapitalerhöhung – identisch.¹⁰⁶⁵

Dennoch kann in einer (ordentlichen) Kapitalerhöhung *auch unter Wahrung des Bezugsrechtes* bereits ein Abwehreffekt stecken. Zwar ist mit jeder Kapitalerhöhung die Gefahr der Verwässerung, d.h. Minderung des Wertes der alten Aktien verbunden.¹⁰⁶⁶ Der (unerwünschte) Bieter muß jedoch nach einer Kapitalerhöhung eine absolut – möglicherweise deutlich – höhere Anzahl an Aktien erwerben, um eine die Kontrolle in der Hauptversammlung vermittelnde Mehrheit zu erzielen. Dies kann dann mit einem größeren finanziellen Aufwand verbunden sein, wenn die Kursverwässerung nicht proportional zur Verbreiterung der Eigenkapitalbasis verläuft. Die einzelnen Aktien werden dann zwar billiger, aber nicht in dem Maße wie es ein gleichbleibendes Kurs-Gewinn-Verhältnis vorgeben würde. In der Summe steigt damit der Preis für die einzelnen Beteiligungsquoten an der Zielgesellschaft.¹⁰⁶⁷ Die Maßnahme stellt dann für einen unerwünschten Übernehmer eine Hürde auf dem Weg zur Kontrolle in der Hauptversammlung dar.

(b) Implementierung

Die Kapitalerhöhung gegen Einlagen ist eine Satzungsänderung und bedarf gemäß §§ 179 I 1, 182 AktG eines Beschlusses der Hauptversammlung mit mindestens einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals. Die Satzung kann jedoch hierfür entweder eine höhere¹⁰⁶⁸ oder niedrigere¹⁰⁶⁹ Mehrheit vorsehen.¹⁰⁷⁰ Zusätzlich bedarf der Kapitalerhöhungsbeschluß zwingend der einfachen Stimmenmehrheit gemäß § 133 I AktG.¹⁰⁷¹

Die Kapitalerhöhung erfolgt in zwei Verfahrensschritten: Zunächst hat der Kapitalerhöhungsbeschluß zu erfolgen, ehe die Kapitalerhöhung mit seiner Durchführung wirksam wird.¹⁰⁷² Letzte Wirksamkeitsvoraussetzung ist die Eintragung der Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals im Handelsregister gemäß § 189 AktG. Die sonstigen Verfahrensvoraussetzungen ergeben sich aus §§ 184 ff. AktG.¹⁰⁷³

¹⁰⁶⁵ Einschließlich ihrer vermögensmäßigen Bezüge, vgl. HÜFFER, § 186 RN 2.

¹⁰⁶⁶ LUTTER, JZ 1998, 50.

¹⁰⁶⁷ Im Ergebnis auch so WOLF, AG 1998, 212, 213.

¹⁰⁶⁸ Bis zur Einstimmigkeit, HÜFFER, § 182 RN 8 m.w.N.

¹⁰⁶⁹ Erforderlich ist jedoch mindestens eine einfache Kapitalmehrheit, HÜFFER, § 182 RN 8 m.w.N.

¹⁰⁷⁰ Dies gilt jedenfalls für die Ausgabe von Stammaktien, § 182 I 2 HS 1 AktG. Für die Ausgabe von – stimmrechtslosen und daher hier nicht relevanten – Vorzugsaktien kann in der Satzung die erforderliche Mehrheit lediglich erhöht werden, § 182 I 2 AktG.

¹⁰⁷¹ Siehe HÜFFER, § 182 RN 7. Normalerweise ist diese Mehrheit immer automatisch gegeben, wenn $\frac{3}{4}$ des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals für die Änderung stimmen. Ausnahmsweise ist es jedoch denkbar, daß Aktionäre nicht für alle in ihrem Besitz befindlichen Aktien stimmberechtigt sind. Dies kann zum einen beim Vorhandensein stimmrechtsloser Vorzugsaktien der Fall sein und zum anderen, falls die Satzung einen Stimmenhöchstbetrag festgesetzt hat gemäß § 134 I AktG. In beiden Fällen kann sich die Situation ergeben, daß $\frac{3}{4}$ des vertretenen Grundkapitals nicht ausreichen, um eine einfache Stimmenmehrheit zu bilden; vgl. NIRK, Hdb. der Aktiengesellschaften, Bd. I RZ 1393.

¹⁰⁷² HÜFFER, § 182 RN 3.

¹⁰⁷³ Zum Verfahren im einzelnen siehe HÜFFER, § 182 RN 3 ff.

Soll das Bezugsrecht ausgeschlossen werden,¹⁰⁷⁴ so kann dies gemäß § 186 III 1 AktG nur im (selben) Beschluß über die Erhöhung des Grundkapitals erfolgen.¹⁰⁷⁵ § 186 III 2, 3 AktG schreibt zwingend eine Mehrheit von mindestens $\frac{3}{4}$ des bei Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals vor. Insoweit kann die Satzung – einschränkend zu § 182 I 2 AktG – nur größere Kapitalmehrheiten vorsehen. Der beabsichtigte Bezugsrechtsausschluß bedarf einer ausdrücklichen und ordnungsgemäßen Bekanntmachung im Rahmen der Einberufung der Hauptversammlung gemäß §§ 186 IV 1, 124 I AktG.

Wegen der einmonatigen Einberufungsfrist für eine Hauptversammlung gemäß § 123 I AktG geht man gemeinhin davon aus, daß im Rahmen einer *aktuellen* Abwehrsituation eine außerordentliche Hauptversammlung nicht mehr rechtzeitig bis zum Ablauf der Annahmefrist einberufen werden kann. Im präventiven Bereich spielt dieses Argument freilich keine Rolle. Die mit der Kapitalerhöhung geschaffenen neuen Aktien können – ohne Zeitdruck – insbesondere für die Beteiligung eines willkommenen Investors (White Squire) eingesetzt werden.

(c) Der Ausschluß des Bezugsrechtes

Die Maßnahme der Kapitalerhöhung wirkt grundsätzlich durch Ausgabe neuer, junger Aktien unmittelbar auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises ein. Um jedoch die Mehrheitsverhältnisse zu Lasten des potentiellen (unerwünschten) Erwerbers zu verändern (sog. Verwässerung), muß dessen Bezugsrecht ausgeschlossen werden. Andernfalls könnte dieser aufgrund seines Bezugsrechtes gemäß § 186 I 1 AktG junge Aktien in dem Umfang beziehen, der seiner bisherigen Beteiligung¹⁰⁷⁶ am Grundkapital entspricht.¹⁰⁷⁷ Gegebenenfalls kann er sogar seinen Anteil an der Gesellschaft erhöhen. Nehmen nämlich andere Altaktionäre ihr Bezugsrecht nicht wahr, kann der unerwünschte Bieter diese Bezugsrechte kaufen und gegenüber der Gesellschaft ausüben. Es besteht eine größere Wahrscheinlichkeit, daß die Altaktionäre zum Verkauf der neuen Bezugsrechte bereit sind als zur Veräußerung ihrer Aktien.¹⁰⁷⁸

Unter relativ strengen Voraussetzungen¹⁰⁷⁹ kann das Bezugsrecht der Altaktionäre jedoch ausgeschlossen werden.¹⁰⁸⁰ Dabei kommt wegen des Gleichbehandlungsgebotes der Aktionäre

¹⁰⁷⁴ Zum wirtschaftlichen und strategischen Hintergrund des Ausschlusses des Bezugsrechtes siehe *sogleich sub (c)*, zu dessen materiell-rechtlichen Voraussetzungen anschließend *sub (e)*.

¹⁰⁷⁵ Der Bezugsrechtsausschluß ist dann untrennbarer Bestandteil des Kapitalerhöhungsbeschlusses, HÜFFER, § 186 RN 20.

¹⁰⁷⁶ Will ein Bieter die Kontrolle an der Zielgesellschaft erwerben, so besitzt er im Zeitpunkt des Bekanntwerdens der Übernahmeabsichten in aller Regel bereits eine wesentliche Beteiligung (in Form von Bezugsrecht vermittelnden Aktien) an der Zielgesellschaft.

¹⁰⁷⁷ Vgl. HÜFFER, § 186 RN 1.

¹⁰⁷⁸ Vgl. WOLF, AG 1998, 212, 213. Die von den Altaktionären nicht ausgeübten Bezugsrechte können von diesen insbesondere an die Depotbanken veräußert werden. Von diesen werden die Bezugsrechte dann „bestens“ dritten Investoren zugeteilt. Rechtliche Einschränkungen bestehen dabei nicht. Lediglich der Bezugskurs darf nicht so hoch festgesetzt werden, daß dies wirtschaftlich einem Bezugsrechtsausschluß gleichkäme, OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 9.

¹⁰⁷⁹ Zu den materiell-rechtlichen Voraussetzungen siehe *sogleich sub (e)*.

¹⁰⁸⁰ Grundsätzliches zum Ausschluß des Bezugsrechtes bei MARTENS, ZIP 1992, 1677 ff.; zum Inhalt des Bezugsrechtes siehe GROSS, AG 1993, 449 ff.; zu den Kosten des Bezugsrechtes in der rechtsökonomischen Analyse, KÜBLER/MENDELSON/MUNDHEIM, AG 1990, 461 ff.

gemäß § 53a AktG grundsätzlich nur ein Bezugsrechtsausschluß für *alle* Altaktionäre in Frage.¹⁰⁸¹ Gelingt dies, so kann die Gesellschaft entscheiden, an wen die neuen – vom Bezugsrecht befreiten – Aktien ausgegeben werden sollen.

Die Zuteilung der Aktien erfolgt durch den Vorstand, der dabei an die Vorgaben der Hauptversammlung gebunden ist. Fehlen diesbezügliche Vorgaben der Hauptversammlung, so liegt die Entscheidung, an wen im einzelnen die Aktien ausgegeben werden, grundsätzlich im Ermessen des Vorstandes. Dieses Ermessen ist gleichwohl begrenzt durch den Zweck des Bezugsrechtsausschlusses.¹⁰⁸² Im Idealfall gelingt es dem Vorstand, die neuen Aktien bei einem verwaltungskonformen Investor oder einem „befreundeten“ Unternehmen (sog. White Squire) unterzubringen.

(d) Vorstandsbericht

Der Vorstand hat gemäß § 186 IV 2 AktG vor der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht vorzulegen, der den Grund für den Ausschluß des Bezugsrechts darlegt und eine Begründung des vorgeschlagenen Ausgabebetrag enthält.¹⁰⁸³ Der Bericht muß der Hauptversammlung eine sachgerechte Entscheidung ermöglichen und muß deshalb umfassend und konkret die Tatsachen enthalten, die für die materielle Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses erforderlich sind.¹⁰⁸⁴ Dabei ist auch der vorgesehene Ausgabebetrag mit den zugrundeliegenden Erwägungen zu begründen.

(e) Materielle Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses

Der rechtliche Brennpunkt einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß liegt in den sachlichen Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluß.

Ist die Gesellschaft an der Börse zugelassen, bedarf der Ausschluß des Bezugsrechtes für Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen bis zu einer Höhe von 10 % des Grundkapitals keiner sachlichen Rechtfertigung.¹⁰⁸⁵

Für Kapitalerhöhungsbeschlüsse gegen Bareinlagen in größerem Umfang und sämtliche Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen börsennotierter Gesellschaften sowie für alle Kapitalerhöhungsbeschlüsse nicht börsennotierter Gesellschaften unterliegt der Ausschluß des Bezugsrechtes nach der Rechtsprechung des BGH und ganz h.M. besonderen inhaltlichen An-

¹⁰⁸¹ Daher scheiden im deutschen Aktienrecht die aus den USA berüchtigten „poison pills“ wie sogenannte „flip-in“, „flip-over“ und „back-end-plans“ aus, die allesamt gezielt und ausschließlich den unerwünschten Bieter im Zuge einer Kapitalstrukturänderung benachteiligen. Siehe zu diesen Instrumenten etwa HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 189 f.; besonders detailliert WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2314 ff. je mit w.N.

¹⁰⁸² HÜFFER, § 186 RN 40.

¹⁰⁸³ HÜFFER, § 186 RN 23.

¹⁰⁸⁴ HÜFFER, § 186 RN 24 m.w.N.

¹⁰⁸⁵ Sog. vereinfachter Bezugsrechtsausschluß gemäß § 186 III 4 AktG; siehe hierzu sogleich *sub (e)*. Die Verwässerungsgefahr wird hier vermieden, indem sich der Ausgabekurs der jungen Aktien am Börsenkurs orientiert. Zudem hat jeder Aktionär die Möglichkeit, die Höhe seiner Beteiligung durch Zukauf am Markt zu sichern, LUTTER JZ 1998, 50.

forderungen.¹⁰⁸⁶ Das Gesetz selbst sieht nur formelle Kautelen vor. Ursprünglich hatte das Reichsgericht¹⁰⁸⁷ den Bezugsrechtsausschluß aus beliebigen Gründen zugelassen. Eine wesentliche Änderung hatte sich mit der Entscheidung des BGH „Kali & Salz“¹⁰⁸⁸ im Jahre 1978 ergeben. Der BGH hatte darin die Formel vom Gesellschaftsinteresse zum Maßstab für die Inhaltskontrolle des Bezugsrechtsausschlusses erhoben.¹⁰⁸⁹ Der BGH hatte dabei für die sachliche Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses nicht nur verlangt, daß dieser einem Zweck diene, der im Interesse der Gesellschaft liegt, sondern zusätzlich den Ausschluß des Bezugsrechtes unter den Vorbehalt einer Verhältnismäßigkeitsprüfung gestellt.¹⁰⁹⁰

(aa) Anwendbarkeit der Grundsätze aus „Siemens/Nold“ auf die reguläre Kapitalerhöhung

Der BGH hatte sowohl für die reguläre Kapitalerhöhung in der Entscheidung „Kali & Salz“¹⁰⁹¹ als auch (später) für das genehmigte Kapital in seiner „Holzmann“-Entscheidung¹⁰⁹² den Bezugsrechtsausschluß nur dann als sachlich gerechtfertigt angesehen, wenn dieser einem Zweck diene, der im Interesse der Gesellschaft liegt, und verhältnismäßig ist, d.h. zur Erreichung des beabsichtigten Zwecks geeignet und überdies erforderlich sowie angemessen, d.h. verhältnismäßig i.e.S. ist.¹⁰⁹³ Danach ist ein Bezugsrechtsausschluß geeignet, wenn der angestrebte Zweck mit ihm erreicht werden kann. Er ist erforderlich, wenn keine gleichermaßen geeignete Entscheidungsalternative besteht. Schließlich gilt der Ausschluß des Bezugsrechtes als verhältnismäßig i.e.S., wenn das Gesellschaftsinteresse höher zu bewerten ist als das Interesse der Aktionäre am Erhalt ihrer Rechtsposition (insbesondere Verhinderung von Kursverwässerung und Beeinträchtigung der Stimmkraft).¹⁰⁹⁴

In seiner Entscheidung „Siemens/Nold“¹⁰⁹⁵ hat es der BGH jedoch für die Zulässigkeit einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß für notwendig aber ausreichend erachtet, wenn

¹⁰⁸⁶ So die h.M. und der BGH seit BGHZ 71, 40 in ständiger Rechtsprechung; siehe hierzu auch die Urteilsbesprechung von LUTTER, ZGR 1979, 401 ff.; nur wenn diese Bedingungen erfüllt sind, kann auf den Schutz der Aktionäre – mittels eines Bezugsrechtes – vor Verwässerung und Verlust von Mitverwaltungsrechten verzichtet werden, LUTTER JZ 1998, 50.

¹⁰⁸⁷ RGZ 68, 235, 243 ff.

¹⁰⁸⁸ BGHZ 71, 40. Zur Entscheidung „Kali & Salz“ (einschließlich zugrundeliegendem Sachverhalt) siehe bereits oben *sub III.1.a.aa. (4) (a)*.

¹⁰⁸⁹ Siehe KINDLER, ZGR 1998, 35, 38.

¹⁰⁹⁰ BGHZ 71, 40, 46; bestätigt und ausgedehnt auf den Ermächtigungsbeschluß zur Ausgabe genehmigten Kapitals unter Ausschluß des Bezugsrechtes in BGHZ 83, 319, 321; bestätigt in BGHZ 120, 141, 145 f. sowie in BGHZ 125, 239, 241.

¹⁰⁹¹ BGHZ 71, 40. Zur Entscheidung „Kali & Salz“ (einschließlich zugrundeliegendem Sachverhalt) siehe bereits oben *sub III.1.a.aa. (4) (a)*.

¹⁰⁹² BGHZ 83, 319. Zur Holzmann-Entscheidung siehe die Besprechung von QUACK, ZGR 1983, 257 ff.

¹⁰⁹³ Statt vieler HÜFFER, § 186 RN 25 m.w.N.

¹⁰⁹⁴ HÜFFER, § 186 RN 26 m.w.N. und konkreten Beispielfällen a.a.O. RN 29 ff.

¹⁰⁹⁵ BGHZ 136, 133 (=BGH WM 1997, 1704 ff.); zur Prozeßgeschichte der Entscheidung siehe KINDLER, ZGR 1998, 35, 36 ff. und BUNGERT, NJW 1998, 488 ff. mit einer Übersicht zur Entwicklung der Rechtsprechung und Gesetzgebung zum Bezugsrechtsausschluß; insbesondere zum vorangehenden Vorlageverfahren beim EuGH einschließlich der europarechtlichen Beurteilung des Bezugsrechtsausschlusses siehe KLINKE, ZGR 1998, 212, 236 ff. Der „Siemens-Entscheidung“ lag (gekürzt) folgender Sachverhalt zugrunde: Der Kläger ist Aktionär der beklagten Siemens AG. In einer ordentlichen Hauptversammlung der Beklagten wurde u.a. beschlossen, die Satzung dahingehend zu ändern, daß der Vorstand der AG dazu ermächtigt wird, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrates durch Ausgabe von Stammaktien ge-

die Maßnahme im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“¹⁰⁹⁶ liegt. Die genannte Entscheidung „Siemens/Nold“ hatte die Bereitstellung und Bedienung genehmigten Kapitals zum Gegenstand. In dieser Entscheidung wird eine ausdrückliche Abkehr von der Entscheidung BGHZ 83, 319 („Holzmann“)¹⁰⁹⁷ erklärt, welche eben auch über den Bezugsrechtsausschluß im Rahmen einer Kapitalerhöhung mittels genehmigtem Kapital zu entscheiden hatte. Nicht distanziert hat sich der BGH jedoch von seiner Entscheidung BGHZ 71, 40 („Kali & Salz“), einem Fall des Bezugsrechtsausschlusses bei der regulären Kapitalerhöhung.

Die Bedingungen an den Ausschluß des Bezugsrechts bei einer regulären Kapitalerhöhung sind seit der BGH-Entscheidung im Falle „Siemens/Nold“ insoweit unklar, als die Anwendbarkeit der in dieser Entscheidung entwickelten Maßstäbe der sachlichen Rechtfertigung auch auf den Bezugsrechtsausschluß bei der *regulären* Kapitalerhöhung nicht geklärt ist. Nur vereinzelt wird das Problem in der Literatur angesprochen.¹⁰⁹⁸ Zunächst spricht alles gegen eine Übertragung der gelockerten sachlichen Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluß beim genehmigten Kapital auch auf die reguläre Kapitalerhöhung. In seinem „Siemens“-Urteil hat der BGH zudem in der Urteilsbegründung auf den Normzweck der §§ 202 ff. AktG (genehmigtes Kapital) abgestellt. All dies läßt auf eine Beibehaltung der inhaltlichen Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluß im Rahmen der regulären Kapitalerhöhung gemäß den Grundsätzen der „Kali & Salz“-Rechtsprechung schließen.

Dennoch sind zutreffenderweise – in Abkehr von einer strengen Verhältnismäßigkeitsprüfung – die gewandelten und gelockerten Maßstäbe des BGH auch auf eine reguläre Kapitalerhöhung anzulegen.¹⁰⁹⁹ Zu begründen ist dies mit dem generellen Gleichlauf der materiellen Anforderungen bei allen technischen Kapitalerhöhungsvarianten¹¹⁰⁰, insbesondere beim genehmigten Kapital einerseits und der regulären Kapitalerhöhung andererseits.¹¹⁰¹ Zur Umge-

gen Geld- oder Sacheinlagen unter Ausschluß des Bezugsrechtes zu erhöhen. Die Barkapitalerhöhung sollte der Ausgabe von Belegschaftsaktien dienen. Da der hierfür erforderliche Bezugsrechtsausschluß unbedenklich ist (vgl. nur KINDLER, ZGR 1998, 35, 40 mit Hinweis auf die Entscheidungsgründe), war für die Entscheidung nur die Sachkapitalerhöhung zum Zwecke des Erwerbs von Beteiligungen problematisch. Der Kläger erhob gegen die Beklagte Anfechtungsklage, um zu erreichen, daß dieser Beschluß für nichtig erklärt wird.

¹⁰⁹⁶ BGHZ 136, 133 (Leitsatz 1).

¹⁰⁹⁷ Der Holzmann-Entscheidung lag (gekürzt) folgender Sachverhalt zugrunde: Die Klägerin ist Aktionärin der beklagten Holzmann AG. In einer ordentlichen Hauptversammlung der Beklagten wurde u.a. beschlossen, durch entsprechende Satzungsergänzung den Vorstand zu ermächtigen, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrates durch Ausgabe neuer Aktien gegen Geldeinlage, gegebenenfalls auch unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre, zu erhöhen. Die Klägerin verlangte, diesen Beschluß für nichtig zu erklären, hilfsweise, nur soweit für nichtig zu erklären, als er den Vorstand ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre auszuschließen.

¹⁰⁹⁸ So z.B. PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 202: die Frage „erscheint noch nicht abschließend geklärt“; ausführlicher KINDLER, ZGR 1998, 35, 65; HOFMEISTER, NZG 2000, 713, 717 ff.

¹⁰⁹⁹ Insoweit ist also auch die Entscheidung Kali & Salz des BGH (BGHZ 71, 40) diesbezüglich von der Rechtsprechungswende des BGH betroffen. In diesem Sinne auch HOFMEISTER, NZG 2000, 713, 719.

¹¹⁰⁰ KINDLER, ZGR 1998, 35, 49.

¹¹⁰¹ Ein Blick auf die Entwicklung der Rechtsprechung des BGH zum Bezugsrechtsausschluß stützt dieses Ergebnis: Zunächst hatte der BGH in seiner „Kali & Salz“-Entscheidung Anforderungen für den Bezugsrechtsausschluß im Zuge einer regulären Kapitalerhöhung aufgestellt, um sie anschließend in der Entscheidung „Holzmann“ auch auf die Variante einer genehmigten Kapitalerhöhung auszudehnen. Als Begründung führte der BGH an, daß der Eingriff in die Rechte der vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionäre „nicht

hung der höheren Anforderungen bei der regulären Kapitalerhöhung kann die Gesellschaftermehrheit ansonsten auf die Bereitstellung des genehmigten Kapitals ausweichen und somit über die Kontrolldichte bei der sachlichen Rechtfertigung für den Eingriff in Mitgliedschaftsrechte (der Minderheitsaktionäre) durch Wahl des technischen Mittels für den Bezugsrechtsausschluß disponieren.¹¹⁰² Im übrigen sind die Probleme des Minderheitenschutzes im Hinblick auf eine drohende Verwässerung der Anteile im Falle des genehmigten Kapitals im Vergleich zur regulären Kapitalerhöhung deutlich verschärft. Dort nämlich wird die „schwierige“ Entscheidung der Bedingungen der Aktienaussgabe allein von Vorstand und Aufsichtsrat getroffen.¹¹⁰³ Dann aber können die sachlichen Voraussetzungen nicht weniger streng sein, als wenn diese Entscheidung bei der Hauptversammlung verbleibt.

(bb) Anwendbarkeit der Grundsätze aus „Siemens/Nold“ auf eine Barkapitalerhöhung

Unter Bezugnahme der Entscheidungsgründe¹¹⁰⁴ wird teilweise die Anwendung der Grundsätze aus „Siemens/Nold“ nur auf Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen¹¹⁰⁵ beschränkt.¹¹⁰⁶ Es gilt jedoch als unbestritten, daß für den Bezugsrechtsausschluß bei der Sachkapitalerhöhung grundsätzlich¹¹⁰⁷ die gleichen sachlichen Voraussetzungen gelten wie für die Barkapitalerhöhung.¹¹⁰⁸ Bei einer Barkapitalerhöhung wird ein Bezugsrechtsausschluß lediglich diesen sachlichen Voraussetzungen selten gerecht werden, ist es doch aus Sicht der Gesellschaftsinteressen grundsätzlich unerheblich, wer das neue (Bar-)Kapital aufbringt.¹¹⁰⁹

Davon wollte offenbar auch nicht der BGH abweichen, indem er im Leitsatz 1 der Entscheidung¹¹¹⁰ sich von seiner bisherigen Rechtsprechung unter Bezugnahme auf sein „Holzmann-Urteil“ distanziert, obwohl dieses einen Fall der Barkapitalerhöhung zum Gegenstand hatte.

minder schwer [wiegt], wenn an Stelle der Hauptversammlung die Verwaltung über den Ausschluß des Bezugsrechts entscheidet“ (BGHZ 83, 319, 321). Damit wurden die Kapitalerhöhungsvarianten ausdrücklich gleichgestellt. Wenn der BGH nunmehr für den Fall des genehmigten Kapitals die Voraussetzungen für den Ausschluß des Bezugsrechts wieder zurücknimmt, muß dies konsequenterweise auch für den Bezugsrechtsausschluß im Rahmen der regulären Kapitalerhöhung gelten; vgl. KINDLER, ZGR 1998, 35, 51.

¹¹⁰² Vgl. BUNGERT, NJW 1998, 488, 490; vgl. KINDLER, ZGR 1998, 35, 65.

¹¹⁰³ Vgl. LUTTER, JZ 1998, 50, 51.

¹¹⁰⁴ Siehe dort BGHZ 136, 133, 135 (=BGH WM 1997, 1704, 1706).

¹¹⁰⁵ Bei der Sachkapitalerhöhung wird das Grundkapital der Gesellschaft wie bei der Barkapitalerhöhung gegen Einlagen erhöht. Bei der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage erfolgt jedoch keine Bareinlage, sondern die Einlage muß in Form einer Sachleistung erfolgen. Dies können Gegenstände aber auch ganze Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen auch in Form von Anteilen an anderen Aktiengesellschaften (Aktien) sein.

¹¹⁰⁶ In diesem Sinne wohl PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 202.

¹¹⁰⁷ Besonderheiten ergeben sich für eine Sachkapitalerhöhung erst bei der Frage der Verhältnismäßigkeit der Kapitalmaßnahme bzw. nach der neuen BGH-Rechtsprechung („Siemens/Nold“) nach dem „wohlverstandenen Gesellschaftsinteresse“. Hier wird regelmäßig eine Begründung für den Ausschluß des Bezugsrechts leichter im Zuge einer Sachkapitalerhöhung zu finden sein. Siehe hierzu noch unten bei der Erörterung der Vereinbarkeit von Abwehrmaßnahmen mit dem „wohlverstandenen Gesellschaftsinteresse“.

¹¹⁰⁸ Siehe nur LUTTER in Kölner Kommentar, § 203 RN 10 ff., KINDLER, ZGR 1998, 35, 64 m.w.N.; ebenso BUNGERT, NJW 1998, 488, 490.

¹¹⁰⁹ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 65 m.w.N.

¹¹¹⁰ BGHZ 136, 133 (=BGH WM 1997, 1704).

(cc) Zwischenergebnis

Demnach ist – gemäß den in „Siemens/Nold“ entwickelten Grundsätzen – ein Bezugsrechtsausschluß zulässig, wenn er einem Zweck dient, der im wohlverstandenen Gesellschaftsinteresse liegt.¹¹¹¹ Die Anforderungen aus dem „Kali & Salz“-Urteil, wonach der Bezugsrechtsausschluß zusätzlich zur Erreichung des Zweckes geeignet, erforderlich und verhältnismäßig sein mußte, sind mithin weggefallen.¹¹¹²

Die andere Ansicht, wonach vom BGH lediglich eine Verlagerung der Rechtmäßigkeitsprüfung auf die Vorstandsentscheidung beabsichtigt sei, überzeugt schon deswegen nicht, weil in der BGH-Entscheidung der Vorstand gerade nicht verpflichtet wird, die Überprüfung (durch die Hauptversammlung) im bisherigen Umfang, im Rahmen der Ausgabe des genehmigten Kapitals zu übernehmen. Maßstab ist auch für den Vorstand nur das schwächer ausgeprägte Merkmal des wohlverstandenen Gesellschaftsinteresses.¹¹¹³

Die Frage der Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses reduziert sich hier also auf die Frage, ob die konkrete Maßnahme im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“ liegt. Diese Frage muß aber für eine reguläre Kapitalerhöhung – anders als jetzt beim genehmigten Kapital¹¹¹⁴ – aufgrund eines konkreten Sachverhaltes bereits durch die Hauptversammlung abschließend entschieden werden.¹¹¹⁵ Auch eine Kapitalmaßnahme mit Bezugsrechtsausschluß zum Zwecke der Abwehr feindlicher Übernahmeveruche muß sich (ausschließlich) am „wohlverstandenen Interesse“ der Gesellschaft messen lassen.

(f) Maßnahmen zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“

Für die Fälle, in denen der Bezugsrechtsausschluß als Abwehrmaßnahme eingesetzt werden soll, indem die Beteiligungsquote unerwünschter Aktionäre abgesenkt wird, liegt kein gesicherter Diskussionsstand vor.¹¹¹⁶

Auch wenn für die hier relevanten Fallkonstellationen kaum gerichtliche Entscheidungen vorliegen, so hat doch die Literatur auf dem Boden der sonstigen Rechtsprechung zur regulären Kapitalerhöhung und zum genehmigten Kapital unter Bezugsrechtsausschluß Abwehrmaßnahmen gegen unerwünschte Übernahmeveruche im Rahmen der §§ 182 ff. bzw. §§ 202 ff. AktG bislang überwiegend für unzulässig angesehen.¹¹¹⁷ Seit der „Siemens/Nold“-

¹¹¹¹ Leitsätze 1 und 2, BGHZ 136, 133 (=BGH WM 1997, 1704).

¹¹¹² So auch KINDLER, ZGR 1998, 35, 39; wohl i.E. auch HÜFFER, § 203 RN 11; etwas zurückhaltend BUNGERT, NJW 1998, 488, 490, der auch Konstellationen für möglich hält, in denen der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz noch Bestand hat. Insoweit spricht BUNGERT lediglich von einer Auflockerung dieses Grundsatzes.

¹¹¹³ HOFMEISTER, NZG 2000, 713, 718.

¹¹¹⁴ Siehe hierzu noch eingehend unten (2).

¹¹¹⁵ Eine weitere Entscheidung hierüber gibt es im Rahmen der regulären Kapitalerhöhung nicht. Nur beim genehmigten Kapital findet die eigentliche Erhöhung des Grundkapitals zu einem späteren Zeitpunkt (durch den Vorstand der Gesellschaft) statt.

¹¹¹⁶ HÜFFER, § 186 RN 32.

¹¹¹⁷ WOLF, AG 1998, 212, 214 m.w.N.

Entscheidung des BGH geht es hierbei um die Frage, ob die Kapitalmaßnahme zur Abwehr unerwünschter Übernahmeversuche im „wohlverstandenen Interesse“ der Gesellschaft liegt und somit gerechtfertigt ist.

In diesem Zusammenhang gilt insbesondere als problematisch, daß die Aktionäre – neben der Beeinträchtigung ihres Mitgliedschaftsrechtes durch den Bezugsrechtsausschluß – im Falle einer erfolgreichen Abwehr, ihrer Möglichkeiten beraubt werden, ihre Aktien (i.d.R. im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebotes) zu einem regelmäßig den Börsenkurs übersteigenden Preis zu verkaufen.¹¹¹⁸ Letztlich spielen auch hier die Mißbrauchsbedürfnisse eine bedeutende Rolle, die allgemein mit jeglicher Verteidigungstechnik gegen Übernahmehorizonten verbunden sind: Die Verwaltung soll sich nämlich damit – insbesondere im Zusammenwirken mit wohl gesonnenen Dritten – der disziplinierenden Wirkung des Wettbewerbs auf dem Kapitalmarkt entziehen können.¹¹¹⁹ Dementsprechend wird auch hier wiederum eingewandt, daß die Mehrheitsverhältnisse allein im Interesse von Aktionären und Vorstand stünden, aber für das Interesse der Gesellschaft – egal welches Ziel mit einer Übernahme auch verfolgt werde – unerheblich seien. Die Regelung über die Herrschaft in der Gesellschaft solle allein dem Markt für Unternehmenskontrolle überlassen bleiben.¹¹²⁰

Im Rahmen einer Verteidigungsstrategie kamen jedenfalls bis zur BGH-Entscheidung „Siemens/Nold“, in der er sich von seinem Postulat einer Verhältnismäßigkeitsprüfung für die Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses abwendet, im wesentlichen nur die nachfolgend dargestellten Fallgruppen¹¹²¹ (*aa bis cc*) als tragfähige Begründungen in Betracht. Die Fallgruppen haben sich durch die unterschiedlichen Meinungen in Literatur und Rechtsprechung herausgebildet. Sie überschneiden sich daher teilweise und lassen sich nicht immer klar voneinander abgrenzen. Die wohl immer noch herrschende Ansicht in der Literatur hält nach wie vor an dieser Restriktion fest und will einen Bezugsrechtsausschluß nur in diesen verschiedenen Fallgruppen als gerechtfertigt und zulässig ansehen.¹¹²²

Richtigerweise muß jedoch die generelle Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Abwehr einer unerwünschten Beteiligung angenommen werden (*siehe sub dd*). Diese Erkenntnis ist konsequenterweise auch von der Rechtsprechung des BGH in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“ gedeckt.

¹¹¹⁸ Im Falle einer erfolgreichen Abwehr eines öffentlichen Übernahmeangebots kauft der Bieter in der Regel überhaupt keine Aktien der Zielgesellschaft an, weil das Angebot des Bieters regelmäßig unter der Bedingung des Erwerbes einer bestimmten (kontrollierenden) Anteilsquote unterbreitet wird.

¹¹¹⁹ WOLF, AG 1998, 212, 213.

¹¹²⁰ So z.B. HIRTE, Bezugsrechtsausschluß, S. 53; HOPT, ZGR 1993, 534, 548 f.; OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8 m.w.N.

¹¹²¹ Im Rahmen einer Barkapitalerhöhung wäre daneben freilich auch der Bezugsrechtsausschluß zum Zwecke der Kapitalbeschaffung „zu besten Kursen“ denkbar, wenn ein entsprechendes Kapitalbedürfnis der Gesellschaft gegeben ist. Dann wäre jedoch die Nichtbeachtung eines höheren Angebotes des Übernahmehorizonten zum Zwecke der Zuteilung an einen favorisierten Anlegerkreis gerade unzulässig, OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 9.

¹¹²² Siehe etwa HÜFFER, § 186 RN 31 m.w.N.

*(aa) Abhängigkeit und Konzernierung*¹¹²³

Als möglicher Grund für einen Bezugsrechtsausschluß wird die Verteidigung der wirtschaftlichen Selbständigkeit der Gesellschaft angeführt. Dabei soll also eine drohende Abhängigkeit oder Konzerneinbindung abgewendet werden. Es sind dies regelmäßig die Fälle, in denen ein anderes Unternehmen bereits eine wesentliche Beteiligung erworben hat und nunmehr die Überschreitung einer wesentlichen Beteiligungsschwelle (z.B. 25 % oder 50 %) verhindert werden soll.

Nach der hier vertretenen Ansicht ist die gesellschaftliche Unabhängigkeit als schutzwürdiger Rechtswert anzuerkennen¹¹²⁴, wonach die Abhängigkeit eine Qualitätsänderung bedeutet, die das Interesse der Gesellschaft unmittelbar betrifft.¹¹²⁵ Letzteres ergibt sich bereits aus dem Regelungsregime der §§ 311 ff. AktG,¹¹²⁶ die für die verschiedenen potentiellen nachteiligen Einzelmaßnahmen im faktischen Konzern jeweils einen Nachteilsausgleich anordnen. Schließlich besteht die Gefahr, daß die abhängige Gesellschaft ihre Tätigkeiten nicht mehr am eigenen Interesse ausrichten kann, sondern durch Maßnahmen des herrschenden Unternehmens benachteiligt wird. Das Aktiengesetz hat die besondere Gefährdungslage für die abhängige Gesellschaft bei der Konzernbildung im Unterschied zu den vertraglichen Beteiligungen in den §§ 291 ff. AktG erkannt.

Es herrscht jedoch weitgehend Einigkeit darüber, daß die §§ 311 ff. AktG keinen ausreichenden Schutz gegen Abhängigkeiten im Sinne des § 17 AktG gewähren.¹¹²⁷ Das Schutzsystem der §§ 311 ff. AktG ist auf Einzelausgleich ausgelegt und bietet Kompensation nur für nachweisbar nachteilige Maßnahmen,¹¹²⁸ Zweifelsfälle wie ungenutzte Geschäftsideen etwa gehen zu Lasten der Tochtergesellschaften.¹¹²⁹

Nach zutreffender Ansicht kann die Frage, ob und wieweit tatsächlich im Einzelfall eines konkret bevorstehenden Konzernverhältnisses Lücken im Schutzsystem der §§ 311 ff. AktG bestehen, dahinstehen: Das legitime Interesse der Anteilseigner zum Schutz ihrer Gesellschaft vor etwaigen Schäden ergibt sich bereits angesichts der erheblichen Zweifel im Vorfeld, d.h. auf dem Weg in die Abhängigkeit. Das Aktienrecht verfügt über keinen ausreichenden Konzerneingangsschutz.¹¹³⁰ Im Ergebnis bleibt daher genügend Raum für ein Schutzbedürfnis des Gesellschaftsinteresses. In der Vorinstanz zur „Siemens/Nold“-Entscheidung des BGH hat

¹¹²³ Den Schutz vor drohender Abhängigkeit und Konzerneinbindung sieht LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 71 ff. als die einzig zulässige Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses zur Verhinderung einer Übernahme – weil im Interesse der Gesellschaft liegend – an.

¹¹²⁴ Dagegen wendet sich KLEIN, NJW 1997, 2085, 2088 mit widersprüchlicher Argumentation: Einerseits will er die Existenz einer Aktiengesellschaft nicht als schützenswertes Rechtsgut anerkennen, andererseits billigt er dem Erhalt der Gesellschaft ein natürliches Interesse zu, wenn deren Zerschlagung oder Auflösung droht.

¹¹²⁵ LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 71 spricht gar vom „Gang unter das Joch der Abhängigkeit“; WIEDEMANN in Großkommentar, § 186 RN 161 f. je m.w.N.

¹¹²⁶ Vgl. hierzu nur HÜFFER, § 311 RN 4 m.w.N. und dem Hinweis auf eine „kaum überschaubare Diskussion“ zu den §§ 311 ff. AktG.

¹¹²⁷ WOLF, AG 1998, 212, 215 m.w.N.

¹¹²⁸ Vgl. etwa HÜFFER, § 311 RN 2 ff. m.w.N.

¹¹²⁹ WOLF, AG 1998, 212, 215 m.w.N.

¹¹³⁰ WIEDEMANN in Großkommentar, § 186 RN 161.

auch das LG München¹¹³¹ bereits angedeutet, daß die Verfolgung einer längerfristigen Strategie durch die Gesellschaft ein sachlicher Grund für eine Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß sein kann. Als Zielsetzung genüge dabei u.a. etwa die Abwehr feindlicher Aufkäufe.¹¹³²

Die Argumentation mit dem Schutz gegen Abhängigkeit und Konzernierung greift freilich nur bei drohendem Mehrheitserwerb durch einen Übernehmer in Gestalt einer Gesellschaft bzw. eines Unternehmens. Zudem darf im Rahmen der Durchführung der Kapitalerhöhung durch den Vorstand dieser dann die Aktien nicht bei einem White Knight plazieren, der seinerseits eine Konzerneinbindung beabsichtigt.

*(bb) Vernichtung der Gesellschaft*¹¹³³

Schließlich kommt noch die drohende Vernichtung bzw. Auflösung der Gesellschaft als betroffenes Gesellschaftsinteresse in Betracht. So soll die Abwehr eines feindlichen Übernehmers dann einen Bezugsrechtsausschluß rechtfertigen, wenn dieser Zwecke verfolgt, die auf eine baldige „Versilberung“ gerichtet sind, also eine Zerschlagung und Liquidation der Gesellschaft beabsichtigt.¹¹³⁴ Die Darlegungs- und Beweislast liegt freilich bei der Zielgesellschaft,¹¹³⁵ die den Ausschluß des Bezugsrechtes mit solchen Fakten rechtfertigen möchte.¹¹³⁶ Diese Rechtfertigung ist jedoch besonders problematisch, weil gemäß § 262 AktG die Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit jederzeit die Auflösung der Gesellschaft beschließen kann.¹¹³⁷ Ein entsprechender Beschluß der Hauptversammlung gilt für den BGH als nicht justitiabel.¹¹³⁸ Vielmehr trage ein solcher Beschluß seine Rechtfertigung in sich selbst.¹¹³⁹ Schließlich könne daher der Ausschluß des Bezugsrechtes nicht aus Gründen der Vermeidung eines solchen Beschlusses gerechtfertigt werden.

Eine Auflösung und Abwicklung der Gesellschaft kann jedoch auch außerhalb eines förmlichen Liquidationsbeschlusses erreicht werden. Die damit verbundene Wertvernichtung steht dem Gesellschaftsinteresse entgegen und ist nicht durch einen Hauptversammlungsbeschluß

¹¹³¹ LG München, WM 1992, 1151 ff.

¹¹³² LG München, WM 1992, 1151, 1155; ROCK, M&A-Review 1992, 321, 322.

¹¹³³ Zur Übernahmehabwehr sehen HEFERMEHL/BUNGEROTH in Geßler/Hefermehl, § 186 RN 136 allein eine drohende Vernichtung der Gesellschaft durch den Übernehmer als im Interesse der Gesellschaft liegenden Rechtfertigungsgrund für einen Bezugsrechtsausschluß an.

¹¹³⁴ So noch BGHZ 33, 175, 186 – Minimax II; für diesen Fall hatte der BGH den Bezugsrechtsausschluß und anschließende Zuteilung der Aktien an einen unter dem Angebot des Dritten liegenden Preis an eine Gruppe befreundeter Investoren zugelassen; WIEDEMANN in Großkommentar, § 186 RN 161; HEFERMEHL/BUNGEROTH in Geßler/Hefermehl, § 186 RN 136; HOPT, ZGR 1993, 534, 562; HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 191; HÜFFER, § 186 RN 32.

¹¹³⁵ Und dort letztlich beim Vorstand, der solche Fakten in der Hauptversammlung zur Entscheidungsgrundlage erhoben hat.

¹¹³⁶ Einfach gelagert war das Problem der Beweislast im genannten Falle Minimax II, in dem der potentielle Übernehmer und vom Bezugsrecht ausgeschlossene Kläger das *erklärte* Ziel hatte, die Zielgesellschaft unter ihren Einfluß zu bringen und zu vernichten, vgl. BGHZ 33, 175, 186.

¹¹³⁷ LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 75.

¹¹³⁸ BGHZ 103, 184 ff. – Linotype.

¹¹³⁹ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 75 mit dem berechtigten Hinweis, daß insoweit die Entscheidung des BGH Minimax II (BGHZ 33, 175 ff.) überholt ist.

gemäß § 262 AktG legitimiert. Eine nachträgliche gerichtliche Kontrolle bietet in solchen Fallkonstellationen keinen ausreichenden Rechtsschutz, in denen Zerschlagung oder Auflösung nicht mittels eines förmlichen Liquidationsbeschlusses der Hauptversammlung erfolgen soll, sondern nur die Verwaltung angehalten wird, das Unternehmen der Gesellschaft zu zerschlagen oder stückweise zu veräußern. Gerichtlich überprüft werden können dann nur noch bereits vollendete und in der Regel irreversible Tatsachen. Daher besteht durchaus ein schützenswertes Interesse der Gesellschaft, sich präventiv gegen solches Vorgehen zu schützen.¹¹⁴⁰

(cc) Überfremdung

Vereinzelt wird auch die Möglichkeit, daß für eine Aktiengesellschaft die Notwendigkeit auftreten kann, sich gegen eine Überfremdung vom Ausland her abzuschirmen, als ausreichende Rechtfertigung für einen Bezugsrechtsausschluß angesehen.¹¹⁴¹

Meines Erachtens muß die drohende Überfremdung als Rechtfertigungsgrund für einen Bezugsrechtsausschluß ausscheiden: Dies gebietet die bereits erreichte Integrationstiefe des europäischen Einigungsprozesses und die darüber hinausgehende wirtschaftliche Globalisierung. Gleichmaßen sehen weite Teile der Literatur in einer entsprechenden Abschirmung gegen das Ausland kein Interesse der Aktiengesellschaft.¹¹⁴²

(dd) Plädoyer für eine generelle Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Abwehr einer unerwünschten Beteiligung

Beim Bezugsrechtsausschluß im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung¹¹⁴³ muß die Gesellschaft ein hinreichendes Interesse am Erwerb des Einlagegegenstandes haben. Ist Gegenstand der Sacheinlage ein Unternehmen oder eine Beteiligung, so gelten diesbezüglich keine Besonderheiten.¹¹⁴⁴ Vor der Rechtsprechungswende des BGH in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“ mußte der Bezugsrechtsausschluß erforderlich sein zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses. Die Erforderlichkeit des Bezugsrechtsausschlusses ist dann gegeben, wenn der Gegenstand nicht unter Einsatz von Barmitteln im Rahmen einer Barkapitalerhöhung zu vergleichbaren Konditionen erworben werden kann.¹¹⁴⁵ Nunmehr ist es aber ausreichend, daß der Bezugsrechtsausschluß im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“¹¹⁴⁶ liegt.

Der BGH hatte zunächst in der „Holzmann-Entscheidung“ ausdrücklich darauf hingewiesen, daß für eine Barkapitalerhöhung der Ausschluß des Bezugsrechtes „nur verhältnismäßig

¹¹⁴⁰ Anderer Ansicht LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 75, wonach der Ausschluß des Bezugsrechtes zur Abwehr solcher Gefahren nicht erforderlich ist.

¹¹⁴¹ So WIEDEMANN in Großkommentar, § 186 RN 162 ff., GAMERDINGER/SAUPE, AG 1976, 29, 31. Allgemein zum Überfremdungsschutz siehe auch bei SCHRÖTTER, ZRP 1976, 241 ff.

¹¹⁴² Vgl. nur LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 74; LUTTER/SCHNEIDER, ZGR 1975, 182, 198; HIRTE, Bezugsrecht, S. 46; OTTO, DB-Beilage 12/1988, 1, 8 f.

¹¹⁴³ Zur Unterscheidung von Barkapitalerhöhung und Sachkapitalerhöhung siehe bereits *oben sub (e) (bb)*.

¹¹⁴⁴ HÜFFER, § 186 RN 34 m.w.N.

¹¹⁴⁵ HÜFFER, § 186 RN 34 m.w.N.

¹¹⁴⁶ So wörtlich der BGH in BGHZ 136, 133.

selten“ sachlich zu rechtfertigen ist.¹¹⁴⁷ Wesentliche Teile der Literatur haben für die Abwehr feindlichen unternehmerischen Verhaltens Fallgruppen herausgearbeitet, für die ein Bezugsrechtsausschluß auch im Rahmen einer Barkapitalerhöhung rechtmäßig sein soll (insbesondere Abhängigkeit, Konzernierung, Vernichtung).¹¹⁴⁸ *Hirte* dagegen lehnt vor diesem Hintergrund die Rechtmäßigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses grundlegend ab.¹¹⁴⁹

Nach der hier vertretenen These ist jedoch im Gegenteil grundsätzlich von der Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Abwehr unerwünschten unternehmerischen Verhaltens auszugehen. Nach der Rechtsprechung des BGH in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“ bedarf es nicht mehr des Vorliegens bestimmter Fallgruppen, die einen Bezugsrechtsausschluß „erforderlich“ machen, um eine etwaige Gefahr von der Gesellschaft abzuhalten. Es soll also der freien Entscheidung der Gesellschaft überlassen bleiben können, den Schutz des Unternehmens und der Kleinaktionäre vor „unerwünschten Einflüssen“ höher zu bewerten als das Interesse einzelner Aktionäre (hier an der Erhaltung oder Verstärkung ihrer vollen Stimmrechtsmacht), sofern die Hauptversammlung dies mit satzungsändernder Mehrheit im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“ für geboten erachtet.

Für das Gesellschaftsinteresse muß hierbei das gleiche gelten wie oben (*sub* § 3) bereits im Zusammenhang mit der Neutralitätsfrage des Vorstandes der Zielgesellschaft festgestellt: Das Gesellschaftsinteresse umfaßt grundsätzlich auch ein Bestandsinteresse, namentlich ein Interesse an der Kontinuität der Unternehmenspolitik.¹¹⁵⁰

Der Markt regelt zwar über den Preis in Form des Kurses, in wessen Händen ein Aktienpaket „richtig untergebracht“ ist; der Markt sorgt für eine „optimale Allokation der Ressourcen“.¹¹⁵¹ Dies bedeutet aber – entgegen *Hirte*¹¹⁵² – nicht, daß die Entscheidung, wer Aktionär einer Aktiengesellschaft ist und damit die Frage der Herrschaft über die Aktiengesellschaft *ausschließlich* dem Markt zu überlassen ist. Dem steht auch nicht die Tatsache entgegen, daß es keine klare Präferenz gibt, ob die Erhaltung des Gründereinflusses oder die Kapitalzufuhr von dritter Seite sinnvoller ist.¹¹⁵³ Es ist auch nicht erkennbar, warum es dem Regime des Aktienrechtes widersprechen sollte, daß die Grenzen der Konzernbildung von der Gesellschaft bzw. einer momentan herrschenden Mehrheit aufgrund des eigenen Aktionärskreises festgesetzt werden; insbesondere steht dem nicht die Möglichkeit der herrschenden Mehrheit der Aktiengesellschaft entgegen, die eigene Macht eben *mit den Mitteln des Aktienrechtes* zu perpetuieren.¹¹⁵⁴

¹¹⁴⁷ KLEIN, NJW 1997, 2085, 2088.

¹¹⁴⁸ Vgl. hierzu soeben; HÜFFER, § 186 RN 32 mit Hinweis auf WIEDEMANN in Großkommentar, § 186 RN 161; MARTENS in FS für Robert Fischer 1979, 437, 452 und FS Steindorf 1990, 151, 160; KRIEGER in Münchner Handbuch der AG, § 56 RN 67.

¹¹⁴⁹ HIRTE, Bezugsrechtsausschluß, S. 50 ff.

¹¹⁵⁰ Siehe hierzu im einzelnen *oben* § 3 B. II. 2.

¹¹⁵¹ HIRTE, Bezugsrecht, S. 53.

¹¹⁵² HIRTE, Bezugsrecht, S. 53.

¹¹⁵³ Vgl. hierzu HIRTE, Bezugsrecht, S. 54 m.w.N.

¹¹⁵⁴ So aber offenbar HIRTE, Bezugsrecht, S. 54.

Durch die Belassung eines entsprechenden Handlungsspielraumes für abhängigkeitsbedrohte Unternehmen wird schließlich – entgegen *Hirte*¹¹⁵⁵ – auch nicht etwa die Zuständigkeit des Kartellamtes zur Erhaltung der Wettbewerbsordnung berührt, weil die Verfolgung wirtschaftspolitischer Ziele nicht als Begründung für die Zulassung eines Bezugsrechtsausschlusses heranzuziehen ist. Entscheidend ist die Eingrenzung des Gesellschaftsinteresses: Nach der hier vertretenen These kann das Interesse eines Aktionärs am (Teil-)Ausschluß eines Mitaktionärs – im Rahmen der mittel- oder langfristigen Unternehmenspolitik – mit dem Gesellschaftsinteresse übereinstimmen.¹¹⁵⁶ Wie oben im Zusammenhang mit der Neutralitätsfrage des Vorstandes der Zielgesellschaft (*sub* § 3) eingehend erörtert, ist die gesellschaftliche Unabhängigkeit ein eigenständiger Rechtswert. Es geht also nicht nur darum, daß der Gang in die Abhängigkeit eine Qualitätsänderung ist, sondern daß der Bestand der konkreten Unternehmung in Gestalt einer konkreten Unternehmensidee Bestandteil des Gesellschaftsinteresses ist. Damit steht fest, daß im Verlust der gesellschaftlichen Unabhängigkeit das wohlverstandene Gesellschaftsinteresse negativ betroffen sein kann.¹¹⁵⁷ Die Aktionärsstruktur ist eben nicht allein Aktionärsinteresse und daher auch nicht ohne Belang für die Gesellschaft selbst.¹¹⁵⁸

Im Ergebnis ist ein Bezugsrechtsausschluß rechtmäßig, wenn er im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“ liegt. Dies wiederum ist insbesondere dann der Fall, wenn mit einem Kontrollwechsel in der Gesellschaft das Bestandsinteresse der Gesellschaft, mithin auch die konkrete Unternehmenspolitik gefährdet wird.

(g) „Vereinfachter Bezugsrechtsausschluß“ gemäß § 186 III 4 AktG¹¹⁵⁹

§ 186 III 4 AktG erlaubt den Bezugsrechtsausschluß ipso iure.¹¹⁶⁰ Sind die Voraussetzungen dieser Norm erfüllt, so bedarf es keiner weiteren sachlichen Rechtfertigungen des Bezugsrechtsausschlusses. Vielmehr gilt dieser dann als sachlich gerechtfertigt.

Folgende vier Voraussetzungen müssen erfüllt sein:

- Es muß sich um eine Barkapitalerhöhung handeln,

¹¹⁵⁵ HIRTE, Bezugsrecht, S. 54.

¹¹⁵⁶ Anderer Ansicht HIRTE, Bezugsrecht, S. 55.

¹¹⁵⁷ Anders jedoch EBENROTH/RAPP, DZWIR 1991, 2, 4; HIRTE, Bezugsrechtsausschluß, S. 58; HOPT, WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 26; HOPT, ZGR 193, 534, 551; HEFERMEHL/BUNGEROTH in GESSLER/HEFERMEHL, § 186 RN 135.

¹¹⁵⁸ So jedoch etwa HIRTE, Bezugsrechtsausschluß, S. 46, 55.

¹¹⁵⁹ Die Norm wurde mit dem Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts in das Aktiengesetz eingefügt; vgl. hierzu nur KINDLER, NJW 1994, 3041, 3047 f.; insgesamt zu Fragen der Anwendung des § 186 III 4 AktG siehe GROSS, DB 1994, 2431 ff.

Die Vorschrift läßt die Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes unter erheblich erleichterten Voraussetzungen zu. Gerechtfertigt wird dies mit den strengen Tatbestandsvoraussetzungen. Durch die Begrenzung in der Höhe auf 10 % und die geforderte Börsennotierung der betroffenen Aktien in Verbindung mit der Bindung des Ausgabebetrages an den Börsenkurs soll sichergestellt werden, daß Altaktionäre ihren etwaigen Einflußverlust durch den – jedenfalls in begrenzter Höhe – möglichen Nachkauf über die Börse ausgleichen können. Eine Gefahr der unzulässigen Verwässerung des Beteiligungsbesitzes bestehe damit nicht, bzw. werde jedenfalls limitiert, vgl. nur NIRK, Bd. I RZ 556. Die Verwirklichung dieser Zielsetzungen wird jedoch in der Literatur sehr kritisch bewertet, vgl. nur HÜFFER, § 186 RN 39b m.w.N.

¹¹⁶⁰ LUTTER JZ 1998, 50.

- die Kapitalerhöhung darf maximal 10 % des vorhandenen Grundkapitals erreichen,
- die Gesellschaftsaktien der Gattung, die neu ausgegeben werden sollen, müssen einen Börsenpreis haben, d.h. sie müssen zum amtlichen Handel¹¹⁶¹, zum geregelten Markt¹¹⁶² oder zum Freiverkehr¹¹⁶³ zugelassen sein,¹¹⁶⁴ und
- der Ausgabebetrag der jungen Aktien darf den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreiten.

Unklar ist dabei jedoch sowohl die Ermittlung des relevanten Börsenpreises als auch die exakte Festlegung einer „wesentlichen Unterschreitung“ dieses Wertes. Der Börsenpreis ist keine feste Größe. Vielmehr muß hier – mangels gesetzlicher Vorgabe eines Stichtages – immer ein Durchschnittswert ermittelt werden. Der Durchschnittsbetrag wird wohl in etwa über 5 Börsentage hinweg¹¹⁶⁵ – unmittelbar vor der Ausgabe – zu ermitteln sein.¹¹⁶⁶ Eine wesentliche Unterschreitung des Börsenkurses führt im Falle einer Anfechtungsklage zur Nichtigkeit des Hauptversammlungsbeschlusses.¹¹⁶⁷ Tatbestandlich dürfte sie bereits bei etwa 3 % bis höchstens 5 % festzumachen sein.¹¹⁶⁸

Wie schon durch die Formulierung „insbesondere dann zulässig“ zum Ausdruck kommt, bleiben die oben dargestellten, von der Rechtsprechung und Literatur entwickelten Fallgruppen eines zulässigen Bezugsrechtsausschlusses von der Regelung in § 186 III 4 AktG unberührt. Vielmehr sind nach den dargestellten Fallgruppen vorzunehmende Bezugsrechtsausschlüsse neben, d.h. gegebenenfalls auch in Kombination mit einem Bezugsrechtsausschluß nach § 186 III 4 AktG zulässig.¹¹⁶⁹

(h) Ausgabebetrag

§ 255 II AktG normiert einen Verwässerungsschutz. Damit soll die Minderheit vor der vermögensmäßigen Entwertung ihrer Mitgliedsrechte geschützt werden, die sie erfahren würde, wenn neue Aktien geschaffen und ausgegeben werden, ohne daß dafür geleistete Einlagen dem Wert der Mitgliedschaft entsprechen.¹¹⁷⁰ Gemäß § 255 II AktG darf für jede Kapitalerhöhung gegen Einlagen bei ganzem oder teilweise Ausschluß des Bezugsrechts¹¹⁷¹ der Ausgabebetrag nicht „unangemessen niedrig“ sein. Andernfalls wäre der Kapitalerhöhungsbeschluß gemäß § 255 I, II i.V.m. § 243 AktG anfechtbar.

¹¹⁶¹ Vgl. §§ 36 ff. BörsG.

¹¹⁶² Vgl. §§ 71 ff. BörsG.

¹¹⁶³ Vgl. § 78 BörsG.

¹¹⁶⁴ HÜFFER, § 186 RN 39c. Strittig ist, ob dabei eine Inlandsnotierung in € erforderlich ist.

¹¹⁶⁵ Anders PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 202: „Maßgebend ist der letzte Börsenkurs vor der ersten Notierung der jungen Aktien.“

¹¹⁶⁶ LUTTER, AG 1994, 429, 442; äußerst strittig, vgl. nur HÜFFER, § 186 RN 39d m.w.N.

¹¹⁶⁷ NIRK, Hdb. der Aktiengesellschaft, Bd. I RN 1445 m.w.N.

¹¹⁶⁸ PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 202 und KINDLER, NJW 1994, 3041, 3047: „...höchstens 5 % des Börsenkurses...“ unter Bezugnahme des Berichtes des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 12/7848, S. 9; jedoch auch diese Frage kann keinesfalls als geklärt gelten. Fast alle Annahmen sind noch strittig, vgl. HÜFFER, § 186 RN 39d m.w.N.

¹¹⁶⁹ Vgl. GROSS, DB 1994, 2431.

¹¹⁷⁰ HÜFFER, § 255 RN 2.

Für die gesamte Emission muß immer ein einheitlicher Ausgabebetrag festgesetzt werden.¹¹⁷² Bei einer Aktienaussgabe im Rahmen von § 186 III 4 AktG gilt als rechtlicher Maßstab allein¹¹⁷³ der Börsenkurs.¹¹⁷⁴ Für die anderen Fälle der Sach-¹¹⁷⁵ und Barkapitalerhöhung ist nicht der Börsenkurs, sondern der sogenannte wirkliche Wert des Unternehmens (einschließlich stiller Reserven), maßgebend.¹¹⁷⁶ Der Vorstand ist jedoch verpflichtet, die Aktien zum höchstmöglichen erzielbaren Ausgabepreis auszugeben, auch wenn dieser über dem „inneren“ Wert der Aktie liegt.¹¹⁷⁷ Im Falle der börslichen Überbewertung wird man sich auch hier faktisch am Börsenkurs orientieren müssen,¹¹⁷⁸ im Falle der börslichen Unterbewertung am inneren Wert.¹¹⁷⁹

Eine Anfechtbarkeit nach § 255 II AktG setzt zwar voraus, daß sich der Ausgabe- oder Mindestbetrag aus dem Erhöhungsbeschluß der Hauptversammlung selbst ergibt.¹¹⁸⁰ Vorgeschieden ist gemäß § 182 III AktG die Angabe des Ausgabebetrages im Erhöhungsbeschluß nur dann, wenn die jungen Aktien über pari ausgegeben werden sollen.¹¹⁸¹ Jedoch ist eine Überpari-emission die Regel.¹¹⁸² Schweigt der Beschluß dennoch, dann gilt der geringste bisherige Ausgabebetrag (§ 9 I AktG) als Mindestbetrag. Wenn dieser als Gegenwert der Emission unangemessen niedrig ist, ist der Beschluß gemäß § 255 II AktG anfechtbar.¹¹⁸³

(i) Schwachstellen und Zusammenfassung

Möglicherweise ist die für eine Kapitalerhöhung erforderliche qualifizierte Mehrheit (75 %) in der Hauptversammlung¹¹⁸⁴ nicht mehr zu mobilisieren, weil der unerwünschte potentielle Bieter bereits über eine entsprechend große Beteiligung (25 % oder größer)¹¹⁸⁵ an der Gesellschaft verfügt. Daher kommt eine *reguläre* Kapitalerhöhung vor allem in Betracht, um lang-

¹¹⁷¹ Vgl. den Wortlaut des § 255 II AktG. Der normierte Schutz vor Verwässerungsgefahr ist nur geboten, wenn Aktionäre vom Bezugsrecht ausgeschlossen sind, HÜFFER, § 255 RN 4.

¹¹⁷² Vgl. HEFERMEHL/BUNGEROTH in GESSLER/HEFERMEHL, § 186 RN 140.

¹¹⁷³ Andernfalls würde faktisch die Regelung des § 186 III 4 AktG nur für Gesellschaften Relevanz haben, die nicht an der Börse unterbewertet sind. § 255 II muß daher für diese Fälle richtigerweise – wegen Spezialität des § 186 III 4 AktG – unanwendbar bleiben. A.A. HÜFFER, § 186 RN 39 e und § 255 RN 5.

¹¹⁷⁴ Siehe hierzu soeben *unter b) aa) (1) (f)*.

¹¹⁷⁵ Die jedenfalls analoge Anwendbarkeit auf Sachkapitalerhöhungen ist unbestritten, siehe HÜFFER, § 255 RN 7 m.w.N.

¹¹⁷⁶ HÜFFER, § 255 RN 5 unter Bezugnahme von BGHZ 71, 40, 51 (Kali & Salz).

¹¹⁷⁷ LUTTER in Kölner Kommentar, § 204 RN 13; MARTENS, ZIP 1992, 1677, 1691; MÜLBERT, IStR 1999, 83, 91.

¹¹⁷⁸ Bei Vorliegen eines Übernahmeangebotes orientiert sich der höchstmögliche Preis in der Regel an dem Preis der dem Angebot des Bieters zugrundeliegt. Siehe hierzu noch unten beim reaktiven Bereich (*sub B*).

¹¹⁷⁹ Die Ermittlung des inneren Wertes erfolgt nach den Grundsätzen der Unternehmensbewertung; jedoch folgt daraus nicht, daß eine Kapitalerhöhung ohne förmliche Unternehmensbewertung unzulässig wäre, HÜFFER, § 255 RN 5 m.w.N.

¹¹⁸⁰ So der eindeutige Wortlaut des § 255 II 1 AktG.

¹¹⁸¹ HÜFFER, § 255 RN 6.

¹¹⁸² Das Agio wird in der Bilanz als Kapitalrücklage ausgewiesen (§ 272 II Nr. 1 HGB); HÜFFER, § 182 RN 22.

¹¹⁸³ HÜFFER, § 255 RN 6, 8 m.w.N.

¹¹⁸⁴ Für die bloße Kapitalerhöhung wäre grundsätzlich eine kleinere Mehrheit in der Satzung zulässig, nicht aber für den, für die hier verfolgten Zwecke erforderlichen, Bezugsrechtsausschluß.

¹¹⁸⁵ Wegen der meist geringen Hauptversammlungspräsenzen kann regelmäßig schon eine deutlich geringere Beteiligungsquote Sperrwirkung entfalten.

fristig den gefährlichen, breit gestreuten Beteiligungsbesitz anteilig zurückzudrängen. Die ordentliche Kapitalerhöhung greift zudem erst nach einer relativ langen Vorlaufzeit wegen der Fristen zur Einberufung einer Hauptversammlung. Auch besteht die Gefahr der Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses, wodurch sich eine erhebliche, zusätzliche Verzögerung ergeben kann.

Um den Kapitalanteil eines unerwünschten Aktionärs zu verwässern, muß im Rahmen der Kapitalerhöhung das Bezugsrecht ausgeschlossen werden. Ein teilweiser Ausschluß des Bezugsrechtes einzelner Aktionäre ist grundsätzlich unzulässig.¹¹⁸⁶ Vielmehr muß sich der Ausschluß des Bezugsrechtes auf *alle* Altaktionäre der Gesellschaft erstrecken. Dann können die jungen Aktien gezielt an willkommene Aktionäre ausgegeben werden.

Bei einer Kapitalerhöhung aufgrund genehmigten Kapitals darf der Nennbetrag des genehmigten Kapitals 50 % des Grundkapitals zur Zeit der Ermächtigung nicht übersteigen.¹¹⁸⁷ Demgegenüber gibt es für eine ordentliche Kapitalerhöhung grundsätzlich keine Begrenzung.

Nur der grundsätzlich zulässige, sog. vereinfachte Bezugsrechtsausschluß gemäß § 186 III 4 AktG erlaubt die Ausgabe junger Aktien bis zu 10 % des vorhandenen Grundkapitals. Durch die Begrenzung ist der im Rahmen der Abwehr eines unerwünschten Übernahmeangebotes gewünschte Effekt eher gering. Immerhin kann aber – unter vergleichsweise leichten Voraussetzungen – durch die Zuteilung der jungen Aktien bei befreundeten Dritten eine nicht unbedeutende Akkumulation an Gesellschaftsanteilen erzielt werden. Dies ist um so bedeutsamer, als der etwaige Dritte bereits im Besitz eines kleineren oder größeren Aktienpakets ist, so daß jedenfalls der mögliche Aufbau einer Sperrminorität bei einem befreundeten Aktionär nicht unwahrscheinlich ist.¹¹⁸⁸ Freilich bedarf es hierbei besonderer Motivationskünste seitens des abwehrbereiten Vorstandes. Schließlich können (auch) dem Dritten die jungen Aktien lediglich unwesentlich unterhalb des Börsenkurses angeboten werden. Besonders problematisch im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung gemäß § 186 III 4 AktG ist die Frage einer wiederholten Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß bis zur Kapitalgrenze von 10 %.¹¹⁸⁹ Entscheidend ist jedoch nur, daß die (einzelne) Kapitalziffer der Satzung, wie sie bei Beschlußfassung über den Bezugsrechtsausschluß besteht, 10 % des Grundkapitals nicht überschreitet.¹¹⁹⁰ Eine immanente Schranke dergestalt, daß von einer Kapitalerhöhung nach § 186 III 4 AktG etwa nur im Rahmen der ordentlichen Hauptversammlung Gebrauch gemacht werden darf, gibt es nicht.¹¹⁹¹ Eine mehrfache Ermächtigung des Vorstands zum Bezugs-

¹¹⁸⁶ Ein teilweiser Ausschluß ist an § 53a AktG (Gleichbehandlung der Aktionäre) zu messen. Danach dürfen nicht bestimmte Aktionäre oder Aktionärsgruppen vom Bezugsrecht ausgeschlossen werden. Zulässig ist nur ein Teilausschluß, wonach ein bestimmter Erhöhungsbetrag, z.B. freie Spitzen, dem Bezugsrecht entzogen wird; siehe hierzu HÜFFER, § 186 RN 39 m.w.N. Solche freie Spitzen dürfen dann vom Bezugsrecht ausgeschlossen werden, wenn der Kapitalerhöhungsbetrag nicht so gewählt werden kann, daß praktikable Bezugsverhältnisse gegeben sind, LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 66.

¹¹⁸⁷ § 202 III 1 AktG; zum genehmigten Kapital siehe sogleich unten (2).

¹¹⁸⁸ So auch WEISNER, S. 207.

¹¹⁸⁹ HÜFFER, § 186 RN 39 g.

¹¹⁹⁰ HÜFFER, § 186 RN 39 c m.w.N.

¹¹⁹¹ GROSS, DB 1994, 2431, 2439 unter Hinweis auf den Gesetzeswortlaut, die Gesetzesbegründung und den Bericht des Rechtsausschusses.

rechtsausschluß, die insgesamt die 10 %-Grenze des § 186 III 4 AktG übersteigt, wäre jedoch unzulässig.¹¹⁹²

Nach der hier vertretenen These kann jedoch auch außerhalb der Grenzen des § 186 III 4 AktG das Bezugsrecht der Altaktionäre zur Begrenzung des Einflusses unwillkommener Aktionäre ausgeschlossen werden: Die These geht davon aus, daß der Ausschluß des Bezugsrechts zum Zwecke der Abwehr unerwünschter Kontrollübernahmen im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“ liegen kann. Zu begründen ist dies mit dem gesellschaftlichen Bestandsinteresse im Sinne der Kontinuität einer konkreten Unternehmenspolitik.

Der Ausgabebetrag muß hierbei mindestens in etwa dem Börsenkurs entsprechen. Wenn die Gesellschaft börslich unterbewertet ist, müssen die Aktien in der Höhe des inneren Wertes ausgegeben werden.¹¹⁹³ Dann jedoch wird sie eventuell Schwierigkeiten haben, die Aktien zu einem (deutlich) über dem aktuellen Börsenkurs liegenden Preis an geeignete, willkommene Investoren auszugeben.

Für die Praxis bleibt aber nach wie vor offen, ob von der Rechtsprechung die erleichterten Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschluß nicht nur für das genehmigte Kapital, sondern auch für eine reguläre Kapitalerhöhung Anwendung finden.¹¹⁹⁴ Aufgrund dieser Unsicherheit und den höheren sachlichen Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschluß nach der „Kali & Salz“-Rechtsprechung liegt für Gesellschaften eine reguläre Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß gegenwärtig eher fern.¹¹⁹⁵ Auf Grundlage der gegenwärtigen, gesicherten Rechtsprechung wird die reguläre Kapitalerhöhung konsequenterweise fast bedeutungslos werden. Dies nicht zuletzt deswegen, weil – unter Zugrundelegung der neuen, gelockerten Maßstäbe¹¹⁹⁶ – die sachliche Rechtfertigung von Ermächtigungsbeschlüssen¹¹⁹⁷ im Sinne der §§ 202 ff. AktG praktisch nicht mehr anfechtbar ist.¹¹⁹⁸ Bedeutung für die Abwehr feindlicher Übernahmeveruche hat die reguläre Kapitalerhöhung (unter Ausschluß des Bezugsrechtes) aber für die Fälle, in denen sich möglicherweise zwar keine Hauptversammlungsmehrheiten für ein genehmigtes Kapital, gleichwohl aber für eine von der Hauptversammlung endgültig und abschließend zu entscheidende reguläre Kapitalerhöhung findet.¹¹⁹⁹

¹¹⁹² So wohl auch das OLG München in einem Kostenbeschuß und entsprechend das LG München in der Vorinstanz im sogenannten Hypobank-Urteil, BUNGERT, NJW 1998, 488, 489 m.w.N.

¹¹⁹³ Auch eine Einbeziehung der Bedeutung des neuen Aktionärs oder seiner Einlage für die Aktiengesellschaft wird bei der Beurteilung der Angemessenheit des Ausgabekurses extreme Differenzen zwischen innerem Wert und Börsenkurs nicht völlig ausgleichen können; zur Frage der Berücksichtigung auch der Bedeutung des neuen Aktionärs für die Beurteilung der Angemessenheit des Ausgabekurses siehe HÜFFER, § 255 RN 5 m.w.N.

¹¹⁹⁴ KINDLER, ZGR 1998, 35, 65.

¹¹⁹⁵ KINDLER, ZGR 1998, 35, 65.

¹¹⁹⁶ Entsprechend der Rechtsprechungswende des BGH in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“.

¹¹⁹⁷ Siehe hierzu sogleich *unten* (2).

¹¹⁹⁸ HÜFFER, § 203 RN 31; vgl. KINDLER, ZGR 1998, 35, 66.

¹¹⁹⁹ Zu begründen ist dies damit, daß im Falle der regulären Kapitalerhöhung an den Vorstand keine Entscheidungsspielräume abgegeben werden und somit etwaige Mißbrauchsgefahren beim Vorstand gering gehalten werden können.

(2) Bereitstellung und Ausgabe genehmigten Kapitals unter Ausschluß des Bezugsrechts (§§ 202, 203 AktG i.V.m. §§ 182, 186 AktG)

Die Ausgabe genehmigten Kapitals (unter Ausschluß des Bezugsrechts) wird zur Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche als besonders wirkungsvoll eingestuft. So hatte auch die Société Générale de Belgique (S.G.B.) diese Methode erfolgreich im Kampf gegen die versuchte Übernahme durch den Italiener Carlo de Benedetti angewandt.¹²⁰⁰ Das Brüsseler Berufungsgericht hatte in seiner Entscheidung des Falles „De Benedetti gegen S.G.B.“ diese Maßnahme gar als die „einzig wirksame Waffe“ bezeichnet, um feindliche Übernahmeveruche abzuwehren.¹²⁰¹

(a) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise

Soll der Vorstand über das Ob, das Wann und gegebenenfalls auch über das Wie einer Kapitalerhöhung entscheiden, so kann die Hauptversammlung dem Vorstand hierfür eine entsprechende Ermächtigung erteilen (sog. genehmigtes Kapital). Auch hierbei werden – wie bei der ordentlichen Kapitalerhöhung gem. §§ 182, 186 AktG – Aktien gegen Einlagen ausgegeben, § 202 I AktG. Der Nennbetrag des genehmigten Kapitals darf die Hälfte des Grundkapitals, das zum Zeitpunkt der Ermächtigung vorhanden ist, nicht überschreiten.¹²⁰² Wird bei der Kapitalerhöhung das Bezugsrecht ausgeschlossen, so kann im entscheidenden Augenblick die Stimmrechtsquote von (unerwünschten) Altaktionären entsprechend um bis zu 50 % verringert werden.

Der besondere Vorteil liegt darin, daß das „Ob“ und „Wie“ der Kapitalerhöhung im Rahmen einer ordentlichen Hauptversammlung in die Hand von Vorstand und Aufsichtsrat gegeben werden und gleichzeitig der Hauptversammlung zu einem späteren Zeitpunkt – zu dem der unerwünschte Bieter unmittelbar oder mittelbar vielleicht bereits die Sperrminorität erreicht hat¹²⁰³ – entzogen ist. Die Maßnahme kann dann als Reaktion auf ein unerwünschtes Übernahmeverhaben ohne die zeitliche Verzögerung einer im Rahmen einer regulären Kapitalerhöhung einzuberufenden Hauptversammlung eingeleitet werden. Eine zusätzliche, kostspielige und zeitaufwendige Hauptversammlung wird dadurch entbehrlich.

(b) Implementierung und formelle Voraussetzungen

Die Anteilseigner können gemäß § 202 I, II 1, 2; § 186 III 2 AktG i.V.m. § 203 I AktG mit einer qualifizierten Mehrheit (= 75 %) ¹²⁰⁴ des vertretenen Kapitals in der Hauptversammlung in die Satzung eine Ermächtigung des Vorstandes aufnehmen, wonach dieser binnen der

¹²⁰⁰ Eingehend hierzu HIRTE, ZIP 1989, 1233 ff.; HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 26; OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8 m.w.N.

¹²⁰¹ Cour d'Appel de Bruxelles, Urteil vom 1.3.1988-192/88, ZIP 1989, 1290, 1294; siehe ROCK, M&A-Review 1992, 321.

¹²⁰² Vgl. § 202 III 1 AktG.

¹²⁰³ Wodurch dieser, die für eine Kapitalerhöhung erforderliche Kapitalmehrheit blockieren kann.

¹²⁰⁴ Die Satzung kann lediglich zusätzliche Erfordernisse und eine größere Kapitalmehrheit vorsehen, § 202 II 3 AktG.

nächsten fünf Jahre das Kapital erhöhen darf. Zusätzlich ist auch hier gemäß § 133 I AktG die einfache Stimmenmehrheit erforderlich.¹²⁰⁵ Mit Zustimmung des Aufsichtsrats kann der Vorstand dann von dieser Ermächtigung Gebrauch machen und "junge Aktien" ausgeben.¹²⁰⁶

Kennzeichnend für das genehmigte Kapital ist, daß es in zwei Phasen implementiert wird. Beide Phasen haben eigene Zuständigkeiten und sind daher separat zu betrachten. Zunächst wird von der Hauptversammlung dem Vorstand mittels einer entsprechenden Ermächtigung das Kapital zur Verfügung gestellt. Dabei wird gegebenenfalls das Bezugsrecht sofort ausgeschlossen (§ 203 I 1 i.V.m. § 186 III, IV AktG) oder diese Befugnis zum Ausschluß des Bezugsrechtes im Falle der Bedienung des genehmigten Kapitals in das Ermessen des Vorstandes gestellt (§ 203 II 2 i.V.m. § 186 IV AktG).¹²⁰⁷ Erfolgt der Bezugsrechtsausschluß verbindlich bereits im Ermächtigungsbeschluß,¹²⁰⁸ so gelten die entsprechenden Voraussetzungen einer regulären Kapitalerhöhung.¹²⁰⁹ Wird der Ausschluß des Bezugsrechtes in das Ermessen des Vorstandes gestellt, so bedarf der Ausschluß des Bezugsrechtes gemäß § 204 I 2 AktG der Zustimmung des Aufsichtsrates.¹²¹⁰

In der zweiten Phase bedient der Vorstand unter Inanspruchnahme seiner Ermächtigung das genehmigte Kapital und erhöht das Grundkapital der Gesellschaft gegen Einlagen (Bar- oder Sacheinlagen). Um gezielt die Beteiligungsverhältnisse zu Lasten eines unerwünschten Übernehmers zu verändern, gibt der Vorstand das Kapital erst aus – und teilt es dann möglichst einem White Knight zu –, wenn er Kenntnis von einem entsprechenden Übernahmeverhaben erlangt hat (reaktive Phase).¹²¹¹

Gemäß § 203 I 1, II 2 AktG i.V.m. § 186 IV 1 muß der Bezugsrechtsausschluß bzw. die entsprechende Ermächtigung ausdrücklich und ordnungsgemäß (§ 124 AktG) bekanntgemacht werden. Nachdem der Beschluß stets eine Satzungsänderung darstellt, müssen die sonstigen entsprechenden Verfahrensvoraussetzungen eingehalten werden.¹²¹²

(c) Der Vorstandsbericht

Soll das Bezugsrecht – entweder gleich im Hauptversammlungsbeschluß oder später durch den Vorstand im Rahmen der Ausgabe des genehmigten Kapitals – ausgeschlossen werden, so hat der Vorstand nach § 186 IV 2 AktG i.V.m. § 203 I AktG, § 203 II 2 AktG der Hauptversammlung einen Bericht vorzulegen. In diesem Bericht sind die Gründe darzulegen, nach

¹²⁰⁵ NIRK, Handbuch der Aktiengesellschaft, Bd. I RZ 1443.

¹²⁰⁶ §§ 202 III 2, 204 I AktG.

¹²⁰⁷ Vgl. PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 212.

¹²⁰⁸ Zulässig ist ein solcher Ausschluß nur im Kapitalerhöhungsbeschluß selbst, § 186 III 1 AktG.

¹²⁰⁹ Zur regulären Kapitalerhöhung siehe soeben eingehend *sub (1)*.

¹²¹⁰ Vgl. HÜFFER, § 203 RN 8; ohne dessen Zustimmung ist der Bezugsrechtsausschluß unwirksam, LUTTER in Kölner Kommentar, § 204 RN 16; KRIEGER, in Münchner Handbuch AG, § 58 RN 44; HÜFFER, § 204 RN 7; vgl. PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 213.

¹²¹¹ Zur Ausgabe des genehmigten Kapitals siehe eingehend unten bei den Ad-hoc-Maßnahmen.

¹²¹² Die entsprechende Satzungsänderung ist rechtzeitig (§ 123 AktG) ihrem Wortlaut nach (§ 124 II 2 Alt. 1 AktG) in der Tagesordnung ordnungsgemäß bekanntzumachen. Die §§ 179-181 AktG gelten unmittelbar, soweit sich nicht aus den §§ 202 ff. AktG etwas anders ergibt; NIRK, Handbuch der Aktiengesellschaft, Bd. I RZ 1443.

denen sich aus Sicht des Vorstandes ein Ausschluß des Bezugsrechtes rechtfertigt. Der Bericht soll so abgefaßt sein, daß sich die Hauptversammlung ein eigenes Bild machen und das Vorstandsbegehren reflektieren kann.¹²¹³ Der Bericht ist daher Spiegelbild zu den Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung des Hauptversammlungsbeschlusses.

Demgemäß hatte die Rechtsprechung des BGH bis zur „Siemens/Nold“-Entscheidung strenge inhaltliche Anforderungen an diesen Bericht gestellt. Der Vorstand mußte konkrete Gründe darlegen, die einen Bezugsrechtsausschluß rechtfertigen. Der Hauptversammlung hätte demnach spätestens im Zeitpunkt der Beschlußfassung im Falle der verbindlichen Festlegung des Bezugsrechtsausschlusses gemäß § 203 I AktG das abzuwehrende Übernahmeangebot in konkreten Zügen bekannt sein müssen und im Falle der auf den Vorstand delegierten Ausschließungsbefugnis (§ 203 II AktG) jedenfalls „konkrete Anhaltspunkte“¹²¹⁴ für das Ziel der Maßnahme vorliegen müssen.¹²¹⁵ Im Zeitpunkt der Berichtsabfassung – also sogar noch vor dem Termin der Hauptversammlung – konnte der Vorstand freilich in aller Regel noch keine konkreten Gründe darlegen.¹²¹⁶ Andernfalls bestünde – jedenfalls in diesem Zeitpunkt – kein Bedürfnis zur Beantragung eines genehmigten Kapitals. Vielmehr könnte der Vorstand gleich eine Abstimmung der Hauptversammlung über eine reguläre Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß beantragen. Der Vorteil des genehmigten Kapitals, namentlich die weitestgehende „Vorbereitung“ einer Kapitalerhöhung aus gegenwärtig noch abstrakt erkennbaren Gründen für den Fall, daß sich diese konkretisieren mögen, war daher ohnehin aufgehoben. Die bloße Möglichkeit eines Übernahmeversuches konnte als Begründung nicht dienen.¹²¹⁷

Mit der Entscheidung „Siemens/Nold“ hat der BGH neben der Aufgabe der Verhältnismäßigkeitsprüfung nunmehr auch diese Anforderungen reduziert: Der Vorstand braucht der Hauptversammlung demnach lediglich Gründe in allgemeiner und abstrakter Form darlegen. Ein konkretes, finales Ziel muß also zu diesem Zeitpunkt – jedenfalls für den bislang üblichen Fall der Ermächtigung des Vorstandes auch zum Ausschluß des Bezugsrechtes (§ 203 II AktG) – nicht genannt werden.¹²¹⁸ Formelhafte Wendungen sind ausreichend.¹²¹⁹

Obwohl der Vorstandsbericht gleichzeitig die Grundlage für die gerichtliche Überprüfung in einem etwaigen Anfechtungsprozeß darstellt, kann dieser Berichtspflicht also ohne weitere Schwierigkeiten Genüge getan werden.¹²²⁰ Darin besteht (nunmehr) ein entscheidender Vorteil

¹²¹³ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 203 RN 15 ff.

¹²¹⁴ BGHZ 83, 319, 321 ff.

¹²¹⁵ WOLF, AG 1998, 212, 214 m.w.N.

¹²¹⁶ Selbst wenn die konkret abzuwehrende Gesellschaft bezeichnet werden kann, sind die Modalitäten der Übernahme in diesem Zeitpunkt stets unbekannt, WOLF, AG 1998, 212, 214.

¹²¹⁷ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8 m.w.N. Daher war das genehmigte Kapital als Instrument zur Abwehr von unerwünschten Übernahmen bislang in der Praxis auch nicht praktikabel; im Ergebnis so auch WEISNER, S. 195.

¹²¹⁸ Vgl. hierzu HIRTE, BGH EWiR § 203 1/97, 1013, 1014 mit Hinweis auf dessen bereits früher geäußerte Anregungen in HIRTE, Bezugsrechtsausschluß, S. 112 ff.; ebenso bereits MARSCH, AG 1981, 211, 215.

¹²¹⁹ KINDLER, ZGR 1998, 35, 61.

¹²²⁰ Daher kann dahinstehen, ob für den Fall, daß die Ermächtigung eine selbständige Entscheidung des Vorstandes über den Ausschluß des Bezugsrechtes vorsieht (§ 203 II AktG), eine Berichtspflicht des Vorstandes gar entbehrlich ist; so etwa KINDLER, ZGR 1998, 35, 63 und VAN VENROOY, DB 1982, 735, 741 – anders jedoch der BGH (BGHZ 136, 133, Leitsatz 1= BGH WM 1997, 1704).

des genehmigten Kapitals gegenüber der regulären Kapitalerhöhung. Die Anfechtung von Kapitalmaßnahmen macht deren Durchführung zunächst unmöglich.¹²²¹ Die Kapitalerhöhung wird erst wirksam mit Eintragung im Handelsregister, § 189 AktG. Die Registergerichte haben die anzumeldende Kapitalerhöhung in formeller und materieller Hinsicht auf Plausibilität hin zu prüfen¹²²² und haben hinsichtlich der Eintragung gemäß § 127 S. 1 FGG ein Aussetzungsermessen.¹²²³ Abzuwägen sind dabei insbesondere die Erfolgsaussichten einer etwaigen Klage gegen den Kapitalerhöhungsbeschluß und das Interesse der Gesellschaft an einer alsbaldigen Eintragung.¹²²⁴ Daher ist es ideal, wenn der gefaßte Beschluß erst gar nicht angefochten wird. Die Angriffsfläche für eine solche Anfechtung ist jedoch im Falle der regulären Kapitalerhöhung ungleich größer: Dort werden zwingend Feststellungen über den Ausgabebetrag und die genauen Gründe für den Bezugsrechtsausschluß getroffen.¹²²⁵ Das Risiko einer Aussetzung der Registereintragung wegen einer Anfechtungsklage wurde hingegen für den Ermächtigungsbeschluß beim genehmigten Kapital durch die genannte Entscheidung des BGH deutlich herabgesetzt.¹²²⁶ Das ist der eigentlich rechtlich relevante Unterschied.¹²²⁷ Neben dem Vorteil der zeitlichen Dosierungsmöglichkeit ist dies ein wichtiger Aspekt, der den Einsatz des genehmigten Kapitals insbesondere im Rahmen einer Abwehrstrategie gegen feindliche Übernahmeveruche vorzugswürdig macht.

(d) Sachliche Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses¹²²⁸

Typischerweise ist die sachliche Rechtfertigung der geplanten genehmigten Kapitalerhöhung – wegen ihres mehrstufigen Charakters – in zwei Stufen zu prüfen. Träger des unternehmerischen Ermessens sind hier sowohl die Hauptversammlung als auch der Vorstand.¹²²⁹ Zum einen sind die Anforderungen im Rahmen des Beschlusses des Vorstandes zu prüfen,¹²³⁰ zum anderen muß auch hier bereits die Hauptversammlung im Rahmen der Ermächtigung des Vorstandes eine Prüfung der sachlichen Rechtfertigung der geplanten Maßnahme vornehmen.

¹²²¹ VOLHARD, AG 1998, 397, 402; im Falle der Anfechtung von Ermächtigungsbeschlüssen werden diese Beschlüsse oftmals ganz hinfällig, weil die Klagen nicht bis zum Ablauf der 5-jährigen Ermächtigungsfrist rechtskräftig abgeschlossen werden können. Anfechtungsklagen können seitens des potentiellen Übernehmers bereits mit dem Besitz von nur einer Aktie erhoben werden.

¹²²² HÜFFER, § 188 RN 20. In materieller Hinsicht prüft das Gericht, ob der gesamte Vorgang der Kapitalerhöhung mit Gesetz und Satzung vereinbar ist, HÜFFER, a.a.O.

¹²²³ HÜFFER, § 181 RN 17.

¹²²⁴ Allg. Meinung, ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 181 RN 37; HÜFFER, § 181 RN 17.

¹²²⁵ Im Gegensatz zum genehmigten Kapital müssen sie dort getroffen werden; sie können dort nicht auf einen späteren Zeitpunkt und ein anderes Organ verlagert werden.

¹²²⁶ VOLHARD, AG 1998, 397, 402.

¹²²⁷ Zur Frage einer Berichtspflicht des Vorstandes zusätzlich vorab einer Ausgabe des genehmigten Kapitals siehe im Rahmen der Ad-hoc-Maßnahmen bei der Bedienung des Kapitals *sub B.IV.2.a.*

¹²²⁸ Grundsätzlich zum Bezugsrechtsausschluß beim genehmigten Kapital siehe etwa TIMM, DB 1982, 211 ff. m.w.N.

¹²²⁹ KINDLER, ZGR 1998, 35, 56.

¹²³⁰ Siehe hierzu unten *sub B.IV.2.a. (Ausgabe genehmigten Kapitals durch den Vorstand).*

Wie im Rahmen der regulären Kapitalerhöhung bereits erörtert, war nach alter BGH-Rechtsprechung¹²³¹ der Bezugsrechtsausschluß nur sachlich gerechtfertigt, wenn er einem Zweck diene, welcher im Interesse der Gesellschaft lag. Ferner mußte er zur Erreichung des beabsichtigten Zwecks geeignet und überdies erforderlich sowie verhältnismäßig sein.¹²³² Bereits im Zeitpunkt der Beschlußfassung in der Hauptversammlung mußten sich konkrete Entwicklungen abzeichnen, die im Falle ihres Eintritts ein berechtigtes Interesse an einem solchen Eingriff in die Vermögensrechte der Aktionäre begründen würden.¹²³³

In seiner Entscheidung „Siemens/Nold“ hat der BGH¹²³⁴ nunmehr die von ihm aufgestellten Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses als zu streng und nicht praktikabel angesehen.¹²³⁵ Der BGH verlangt jetzt¹²³⁶ – unter ausdrücklicher Aufgabe seiner bisherigen Rechtsprechung – lediglich, daß die Maßnahme, zu deren Durchführung der Vorstand ermächtigt werden soll, allgemein und in abstrakter Form umschrieben und so der Hauptversammlung bekanntgegeben werden muß. Ferner muß die Maßnahme im „wohlverstandenen Interesse“ der Gesellschaft liegen: Diese Frage hat die Hauptversammlung anhand den ihr vom Vorstand konkret bekanntgemachten Tatsachen oder, wenn ihr keine weiteren Tatsachen bekannt waren, unter Berücksichtigung der ihr abstrakt umschriebenen Umstände zu prüfen.¹²³⁷ Im Zeitpunkt der Beschlußfassung durch die Hauptversammlung muß damit seit dem „Siemens-Urteil“ des BGH¹²³⁸ der Hauptversammlung noch kein ausreichend konkreter Sachverhalt vorliegen, der bereits eine endgültige Abwägung der Gesellschafts- und Aktionärsinteressen sowie der Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck erlaube. Eine Verhältnismäßigkeitsprüfung im weiteren Sinne findet auch demnach nicht mehr statt.¹²³⁹ Vielmehr muß zu diesem Zeitpunkt nunmehr nur noch ein "abstrakter allgemein umschriebener Grund" für eine zukünftige Kapitalerhöhung vorliegen. Dieser Grund muß im "wohlver-

¹²³¹ Siehe hierzu bereits oben (I) bei den materiellen Anforderungen des Bezugsrechtsausschlusses im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung.

¹²³² BGHZ 71, 40, 46; BGHZ 83, 319, 321; BGHZ 120, 141, 145f.; BGHZ 125, 239, 241; PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 201 m.w.N.

¹²³³ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8 m.w.N.

¹²³⁴ BGHZ 136, 133, 134 (=BGH WM 1997, 1704, 1705).

¹²³⁵ Ansonsten – so die weitergehende Begründung für die Rechtsprechungswende – würde dem Institut des genehmigten Kapitals und damit den Gesellschaften die Flexibilität genommen, um auf dem nationalen oder internationalen Markt rasch und erfolgreich auf vorteilhafte Angebote oder sich sonst bietende Gelegenheiten zu reagieren. Möglichkeiten zur Unternehmenserweiterung im Interesse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre könnten so nicht ausgenutzt werden, BGHZ 136, 133 (=BGH WM 1997, 1704). Der BGH hat also nicht etwa mit der Ermöglichung der Abwehr feindlicher Übernahmen, sondern mit der flexiblen Ausnutzung von Marktchancen zum Erwerb von Unternehmen bzw. Unternehmensbeteiligungen gegen Ausgabe von Aktien argumentiert.

¹²³⁶ Der Entscheidung liegt eine Sachkapitalerhöhung zugrunde. Die Erwägungen sind jedoch vollumfänglich ebenso auf eine Barkapitalerhöhung anwendbar, vgl. hierzu insbesondere BUNGERT, NJW 1998, 488, 490.

¹²³⁷ PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 201 ff. m.w.N. Zum grundsätzlichen Gleichlauf der sachlichen Voraussetzungen von Barkapitalerhöhung und Sachkapitalerhöhung siehe bereits oben (I) (e) (bb).

¹²³⁸ BGHZ 136, 133, 134 f. (=BGH WM 1997, 1704, 1705f.)

¹²³⁹ KERBER, DZWiR 1998, 326, 328; ROCK, M&A-Review 1997, 551, 553; a.A. offenbar WOLF, AG 1998, 212, 214; WYMEERSCH, AG 1998, 382, 390; in der Argumentation unschlüssig WEISNER, S. 197, wonach gegen eine völlige Aufhebung der Verhältnismäßigkeitsprüfung die Tatsache spreche, daß im Zeitpunkt der Errichtung des genehmigten Kapitals die konkreten Umstände bekannt seien, von denen sich der Vorstand bei seiner Entscheidung leiten läßt. Vielmehr sind im Zeitpunkt der *Ermächtigung* typischerweise die konkreten Umstände gerade noch nicht bekannt.

standenen Interesse der Gesellschaft" liegen. Insoweit gelten die selben Voraussetzungen wie beim Bezugsrechtsausschluß im Rahmen einer regulären Kapitalerhöhung.¹²⁴⁰ Die entsprechende Interessenabwägung ist im Bericht des Vorstandes zu skizzieren.¹²⁴¹

Gleichgültig, ob der Vorstand im Rahmen der Ermächtigung über den Ausschluß des Bezugsrechts selbst entscheidet (§ 203 II AktG) oder die Hauptversammlung bereits im Ermächtigungsbeschluß das Bezugsrecht verbindlich ausgeschlossen hat (§ 203 I AktG), die Rechtmäßigkeitskontrolle des Hauptversammlungsbeschlusses wird unbedeutend. Sie bewegt sich innerhalb des von der Hauptversammlung selbst gewählten Rahmens: Je abstrakter die Vorgaben bezüglich des Bezugsrechtsausschlusses sind, desto geringer sind Fehlerquellen und etwaige Angriffsflächen für die Rechtmäßigkeitskontrolle.¹²⁴²

Damit bleibt als Maßstab für die Rechtmäßigkeit des ermächtigenden Hauptversammlungsbeschlusses nur noch die Frage der Vereinbarkeit der abstrakt-generellen Vorgaben mit dem Interesse der Gesellschaft.

(e) „Vereinfachter Bezugsrechtsausschluß“ beim genehmigten Kapital

Auch im Rahmen des genehmigten Kapitals kommt ein vereinfachter Bezugsrechtsausschluß parallel, also auch in Kombination mit einer sonstigen Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß, in Betracht.

Nach zutreffender Ansicht kann ein genehmigtes Kapital in Höhe von 50 % des Grundkapitals mit der Maßgabe beschlossen werden, daß der Vorstand zum Ausschluß des Bezugsrechts ermächtigt wird, wenn die jeweilige Kapitalerhöhung 10 % des Grundkapitals nicht übersteigt (§ 186 III 4 i.V.m. §§ 202 ff. AktG).¹²⁴³ Demnach ist es zulässig, im Hauptversammlungsbeschluß über ein genehmigtes Kapital in Höhe von 50 % des bei Eintragung der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals den Vorstand zum Bezugsrechtsausschluß bei Teilausnutzung des genehmigten Kapitals in Höhe von 10 % des jeweils dann vorhandenen Grundkapitals zu ermächtigen.¹²⁴⁴ Insoweit ist die Höhe des Ausgabebetrag der Kontrolle durch die Hauptversammlung entzogen, weil im Rahmen des „vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses“ der Ausgabebetrag lediglich dahin festgeschrieben ist, daß er „den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet“.¹²⁴⁵

(f) Ausgabebetrag

Wenn der Ermächtigungsbeschluß zur Schaffung eines genehmigten Kapitals den Emissionskurs auch nicht vorschreibt, so kommt eine Anfechtung des Ermächtigungsbeschlusses nach § 255 II AktG dennoch in Betracht, wenn dieser der Verwaltung Vorgaben im Sinne eines

¹²⁴⁰ Siehe hierzu soeben *sub (1). (d)*.

¹²⁴¹ PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 213.

¹²⁴² KINDLER, ZGR 1998, 35, 56.

¹²⁴³ GROSS, DB 1994, 2431, 2439 unter Bezugnahme auf den Gesetzeswortlaut, die systematische Stellung und den Bericht des Rechtsausschusses.

¹²⁴⁴ GROSS, DB 1994, 2431, 2439 m.w.N.

¹²⁴⁵ Vgl. § 186 III 4 AktG.

Ausgabe- oder Mindestbetrages macht.¹²⁴⁶ Jedoch braucht im Ermächtigungsbeschluß der Ausgabebetrag überhaupt nicht festgesetzt zu werden.¹²⁴⁷ Gemäß § 204 I 1 AktG entscheidet dann der Vorstand über die Bedingungen der Aktienaussgabe. Wenn im Ermächtigungsbeschluß der Ausgabebetrag nicht festgesetzt werden muß, ist der Vorstand auch nicht verpflichtet, im Vorstandsbericht gemäß § 186 IV 2 AktG einen Ausgabebetrag vorzuschlagen und zu erläutern.¹²⁴⁸

(g) Ergebnis

Das genehmigte Kapital stellt aus Sicht des Vorstandes der Zielgesellschaft ein ideales Instrument zur Abwehr unerwünschter Übernehmer dar. Der ermächtigende Hauptversammlungsbeschluß unterliegt nur einer geringen Anfechtungsgefahr. Der Vorstand kann zum entscheidenden Moment das Kapital ausgeben. Die traditionell in der Literatur eingewandten Nachteile,¹²⁴⁹ wie die zeitliche Beschränkung der Ermächtigung auf maximal fünf Jahre, die Begrenzung des Kapitalerhöhungsbetrages auf die Hälfte des Grundkapitals und die notwendige Zustimmung des Aufsichtsrates bei Ausübung der Kapitalerhöhung, können allesamt nicht überzeugen: Das Problem der zeitlichen Begrenzung kann die Praxis lösen, indem sie regelmäßig in den ordentlichen Hauptversammlungen sich die Ermächtigung erneuern läßt. Eine Kapitalerhöhung um 50 % des Grundkapitals unter Ausschluß des Bezugsrechtes kann – nicht zuletzt vor dem Hintergrund der geringen Hauptversammlungspräsenzen im übrigen – erhebliche Veränderungen der Kapitalstruktur erwirken. Und die Zustimmung des Aufsichtsrates¹²⁵⁰ dürfte auch keine echte Hemmschwelle sein, weil der Vorstand in akuten Übernahmekämpfen sich ohnehin mit dem Aufsichtsrat abstimmen wird.

Schließlich sind seit der Rechtsprechungswende des BGH in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“ die erheblichen rechtlichen Hemmnisse für den Bezugsrechtsausschluß weitgehend weggefallen. Zum Zeitpunkt der Abfassung des Vorstandsberichts bzw. des Hauptversammlungsbeschlusses müssen weder konkrete, tatsächliche Anzeichen für einen konkreten Übernahmeversuch vorhanden sein, noch unterliegt die Entscheidung der Hauptversammlung den strengen Voraussetzungen der Verhältnismäßigkeit.¹²⁵¹ Gegenüber einer regulären Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß hat das genehmigte Kapital insoweit nur Vorteile.

¹²⁴⁶ HÜFFER, § 255 RN 6, 8.

¹²⁴⁷ BGHZ 136, 133, 134 (=BGH WM 1997, 1704, 1705). Der BGH hält dies nur für konsequent: „Da der Zeitpunkt der Aktienemission bei der Beschlußfassung der Hauptversammlung nicht feststeht, kann die Hauptversammlung die für die Festlegung des Ausgabebetrages maßgebenden, insbesondere auf den jeweiligen Markt- und Börsenverhältnissen beruhenden Umstände, nicht berücksichtigen.“

¹²⁴⁸ BGHZ 136, 133, 134 (=BGH WM 1997, 1704, 1705 a.E.). Gleichwohl kann freilich die Hauptversammlung Festsetzungen hinsichtlich des Ausgabebetrages treffen.

¹²⁴⁹ Siehe hierzu etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmangebote, S. 1, 127.

¹²⁵⁰ Die Entscheidung des Vorstandes über den Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienaussgabe bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrates, § 204 I 2 HS 1 AktG. Schließt der Vorstand aufgrund einer Ermächtigung nach § 203 II AktG das Bezugsrecht der Aktionäre aus, so bedarf auch diese Entscheidung der Zustimmung des Aufsichtsrates, § 204 I 2 HS 2 AktG.

¹²⁵¹ So noch (statt vieler) ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmangebote, S. 1, 128, 129.

Aber: Die Hauptversammlung muß mit einer entsprechend großen Mehrheit bereit sein, den Vorstand mittels einer so weitreichenden Ermächtigung zur eigenständigen Abwehrentscheidung auszustatten.

(3) Ausgabe von Options- und Wandelanleihen (Schuldverschreibungen) an befreundete Investoren unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre nach § 221 I, IV i.V.m. § 186 III AktG

(a) Begriffsklärung

Schuldverschreibungen, die kein Umtausch- oder Bezugsrecht beinhalten (sog. Industrieobligationen), werden von § 221 I AktG nicht erfaßt¹²⁵² und sind für die vorliegende Untersuchung nicht von Bedeutung. Nach der Legaldefinition in § 221 I AktG sind Wandelschuldverschreibungen Schuldverschreibungen, die entweder ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien begründen.¹²⁵³ Nach allgemeinem Sprachgebrauch gelten als Wandelschuldverschreibungen (synonym Wandelanleihen) heute lediglich solche, die ein Umtauschrecht gewähren. Schuldverschreibungen, die hingegen ein Bezugsrecht gewähren, werden als Optionsschuldverschreibungen (synonym Optionsanleihen) bezeichnet.¹²⁵⁴ Letztere verbrieften neben der Verzinsung und dem Recht auf Rückzahlung des Nennbetrages nach Ablauf der Laufzeit ein Recht (Option) zum Erwerb von (stimmberechtigten) Stammaktien¹²⁵⁵ zu einem festgelegten Entgelt. Dieses Bezugsrecht wird in der Regel in besonderen Optionsscheinen verbrieft, die, zunächst fest verbunden mit der Optionsanleihe, später von dieser getrennt und als eigenständiges Wertpapier gehandelt werden können.¹²⁵⁶

Im Gegensatz zu den sonstigen Kapitalmaßnahmen, wie unter anderem der ordentlichen Kapitalerhöhung oder dem genehmigten Kapital, dient die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen ausschließlich der Fremdkapitalbeschaffung. Erst wenn die verbrieften Umtausch- bzw. Bezugsrechte geltend gemacht werden, führen sie zur Erhöhung des Eigenkapitals.¹²⁵⁷

(b) Prinzip und Wirkungsweise

Der Vorstand versucht, willkommene Dritte zum Erwerb von Optionsanleihen bzw. abgetrennten Optionsscheinen oder Wandelschuldverschreibungen der Gesellschaft zu motivieren. Weil zunächst nur der Preis für das Options- bzw. Wandlungsrecht zu zahlen ist, können auf diese Weise mit geringem Kapitalaufwand die (vorstandsfreundlichen) Inhaber von Bezugsrechten oder Umtauschrechten im Falle eines Übernahmeversuchs die Möglichkeit erlangen,

¹²⁵² Vgl. HÜFFER, § 221 RN 3.

¹²⁵³ HÜFFER, § 221 RN 3.

¹²⁵⁴ Vgl. HÜFFER, § 221 RN 3 ff.

¹²⁵⁵ Möglich ist auch die Verbriefung eines Rechtes zum Bezug von bestimmten Aktiegattungen, insbesondere stimmrechtslosen Vorzugsaktien, HÜFFER, § 221 RN 6; für die gegenständliche Untersuchung ist jedoch nur die Einräumung des Bezugsrechtes von stimmberechtigten Stammaktien interessant.

¹²⁵⁶ Vgl. HÜFFER, § 221 RN 6.

¹²⁵⁷ HÜFFER, § 221 RN 2

in kurzer Zeit die Beteiligungsverhältnisse durch Ausübung ihres Wandlungs- bzw. Optionsrechts so zu beeinflussen, daß – auch bei überwiegendem oder sogar vollständigem Erwerb der in Streubesitz befindlichen Aktien – der Übernahminteressent keine Chance zum Mehrheitserwerb und damit zur Übernahme hat.¹²⁵⁸

Wegen des Umtausch- oder Bezugsrechts auf Aktien der Gesellschaft haben die Altaktionäre ein gesetzliches Bezugsrecht bei Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen.¹²⁵⁹ Die Begebung der Anleihen kann jedoch unter Wahrung der Bezugsrechte oder unter Ausschluß des Bezugsrechts erfolgen. Im letzteren Fall können diese gezielt an bestimmte, idealiter dem Vorstand wohlgewogene Personen oder Unternehmen ausgegeben werden. Wenn die Anleihen jedoch unter Wahrung des Bezugsrechtes ausgegeben werden, so kann der potentielle (willkommene) Dritte diese nur – wie jeder andere Marktteilnehmer, also auch etwaige unerwünschte Übernehmer – am Markt erwerben. Hält ein potentieller feindlicher Übernehmer bereits Aktien der Zielgesellschaft, so wird dieser im Falle der Ausgabe unter Wahrung des Bezugsrechtes sein Bezugsrecht ausüben und neu ausgegebene Anleihen – mindestens im Verhältnis seiner bisherigen Kapitalbeteiligung – beziehen. Insoweit käme die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen zu spät.¹²⁶⁰ Daher muß auch hier das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen werden.

Die Besonderheit beim Erwerb von Anleihen besteht darin, daß der Erwerber dem Unternehmen Fremdkapital zur Verfügung stellt. Dementsprechend sind die Anleihen auch mit einem festen Zinssatz versehen. Der Kapitalgeber kann also Rendite und Risiko seines Investments besser überblicken und kalkulieren. Erst wenn der Kapitalgeber von seinem Wandelungs- oder Optionsrecht Gebrauch macht und Aktien der Gesellschaft bezieht, wird er zum Gesellschafter. Der Kapitaleinsatz für den erwünschten, späteren (Neu-)Aktionär kann zusätzlich minimiert werden, indem dieser von vornherein lediglich von den Optionsanleihen losgelöste Optionsscheine erwirbt.

(c) Implementierung und materiell-rechtliche Voraussetzungen

Grundsätzlich zuständiges Organ für die Ausgabe von Options- oder Wandelanleihen ist der Vorstand.¹²⁶¹ Die Ausgabe ist zwar Geschäftsführungsmaßnahme, bedarf jedoch einer Billigung durch die Hauptversammlung gemäß § 221 I 1 AktG.¹²⁶² Der entsprechende Beschluß

¹²⁵⁸ Vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 9.

¹²⁵⁹ Vgl. § 186 IV AktG.

¹²⁶⁰ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27.

¹²⁶¹ HÜFFER, § 221 RN 9.

¹²⁶² Der Beschluß der Hauptversammlung kann eine bloße Ermächtigung zum Inhalt haben. Gem. § 221 II 1 AktG kann die Hauptversammlung den Vorstand zur Ausgabe von Options- oder Wandelanleihen höchstens für fünf Jahre ermächtigen. Ob die Hauptversammlung auch eine Verpflichtung des Vorstandes begründen kann, ist umstritten, vgl. hierzu HÜFFER, § 221 RN 9 m.w.N. Ob eine Verpflichtung oder Ermächtigung ausgesprochen wurde, ist Auslegungsfrage, HÜFFER, a.a.O. Allerdings ergeben sich daraus für die Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche keine Besonderheiten. Entscheidend ist nicht der Zeitpunkt der Ausgabe der Anleihen. Vielmehr ist der Vorstand darauf angewiesen, daß die eigentliche Kapitalverwässerung zum geeigneten Zeitpunkt durch Ausübung des Umtausch- bzw. Optionsrechtes durch die Anleiheinhaber erfolgt.

bedarf gemäß § 221 I 2 AktG grundsätzlich einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals.¹²⁶³ In der Satzung kann jedoch gemäß § 221 I 3 AktG eine andere Mehrheit festgelegt sein.

Um die Umtausch- oder Bezugsrechte erfüllen zu können, muß die Gesellschaft die entsprechende Anzahl an Aktien bereithalten. Hierfür eignet sich am besten die hierauf zugeschnittene bedingte Kapitalerhöhung gemäß §§ 192 I, 193 AktG.¹²⁶⁴

Die Anleihebegebung kann gemäß §§ 221 IV, 186 III AktG unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Altaktionäre erfolgen. Dann müssen aber die Voraussetzungen für einen Ausschluß des Bezugsrechtes vorliegen. Hinsichtlich der sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses gelten die selben Grundsätze wie bei Ausgabe neuer Aktien im Rahmen einer regulären Kapitalerhöhung oder eines genehmigten Kapitals, weil diese Anleihen auch das Recht zum Erwerb von Mitgliedsrechten gewähren und damit in bestehende Aktionärsrechte eingreifen können, wie dies junge Aktien sofort tun.¹²⁶⁵ Auch für die Höhe des Ausgabebetrag bzw. des Optionspreises oder Umtauschverhältnisses gelten die gleichen Grundsätze.¹²⁶⁶

Das Bezugsrecht der Aktionäre kann auch nicht dadurch umgangen werden, daß die Begebung der Optionsanleihen, welche Optionsrechte auf den Bezug von Aktien einer inländischen AG begründen, nicht durch diese selbst, sondern durch deren 100%-ige Auslandstochter erfolgt (sog. Warrant-Anleihen).¹²⁶⁷ Nach nunmehr wohl herrschender Ansicht¹²⁶⁸ steht den Aktionären danach auch ein Bezugsrecht gemäß §§ 221 IV, 186 AktG zu, was (lediglich) unter denselben Einschränkungen ausgeschlossen werden darf, wie das bei unmittelbarer Anleihebegebung durch die inländische AG der Fall wäre. Darüber hinaus ergeben sich Schwierigkeiten wegen des Identitätserfordernisses, der aus der Anleihe verpflichteten Aktiengesellschaft einerseits und der Gesellschaft der Umtausch- und Bezugsrechte gemäß §§ 192 II, 221 AktG andererseits.¹²⁶⁹

¹²⁶³ Der Beschluß ist nicht auf eine Satzungsänderung gerichtet, sondern enthält nur die Billigung einer Geschäftsführungsmaßnahme, HÜFFER, § 221 RN 9; LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 38 a.E. Das heißt, wenn der Vorstand Anleihen ohne erforderlichen Hauptversammlungsbeschluß ausgibt, sind diese gleichwohl im Außenverhältnis rechtswirksam, HÜFFER, a.a.O.

¹²⁶⁴ Der Kapitalerhöhungsbeschluß kann mit dem Beschluß zur Anleihebegebung in einer Hauptversammlung zusammengefaßt werden, HÜFFER, § 221 RN 59, 60.

¹²⁶⁵ Unstrittig, siehe HÜFFER, § 221 RN 42 m.w.N.; LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 56.

¹²⁶⁶ HÜFFER, § 221 RN 11.

¹²⁶⁷ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 192 RN 7 ff.; zur Ausgabe durch ausländische Finanzierungstochtergesellschaften siehe HERRMANN, S. 123.

¹²⁶⁸ Vgl. LUTTER in Kölner Kommentar, § 221 RN 218; OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 130.

¹²⁶⁹ Es wird diskutiert ob hierfür das Bestehen einer 100 %-igen Beteiligung der Mutter- an der Tochtergesellschaft ausreicht, oder ob darüber hinaus noch zusätzliche Erfordernisse erfüllt sein müssen. Insbesondere wird dabei an eine Haftung der Muttergesellschaft für die Anleihe mittels Garantie oder Schuldübernahme gedacht, vgl. OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10 (insbesondere FN 102); vgl. auch HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27 m.w.N.

(d) Schwachstellen und zusammenfassende Bewertung

Für die Ausgabe der Options- bzw. Wandlungsrechte kommt es auf die Höhe eines Ausgabeagios und/oder die Höhe der Verzinslichkeit der Anleihe an: Für die Gesellschaft gilt der Grundsatz der „Kapitalbeschaffung zu besten Kursen“.¹²⁷⁰ Nahestehende Investoren werden aber nicht aufgrund originärem wirtschaftlichem Interesse Schuldverschreibungen dieser Art erwerben, so daß deren Bereitschaft zur Hilfeleistung mit der Forderung nach einem „Freundschaftspreis“ für die neuen Aktien verbunden sein wird. Ein derartiges Disagio¹²⁷¹ für den Erwerb der Aktien hingegen kann zu einer Unterpriemission führen, welche nach § 255 II AktG verboten ist und gemäß § 243 II AktG den Hauptversammlungsbeschluß über die Kapitalerhöhung anfechtbar macht. Der Preis zum Bezug der Aktien und der Preis für den Erwerb der Anleihe können aber in ihrer jeweiligen Höhe je nach Wunsch der Gesellschaft bereits im Zeitpunkt der Ausgabe der Anleihen festgelegt werden. Dann kann insbesondere der Preis zum Bezug der Aktien innerhalb des Rahmens von § 255 II AktG mit dem erwünschten Bezieher der Anleihen „ausgehandelt“ werden und es muß nicht später, zum Zeitpunkt des Bezugs der Aktie durch den Inhaber des Options- bzw. Wandlungsrechts ein – wohl unzulässiger¹²⁷² – „Preisnachlaß“ für die erwünschte Hilfeleistung gewährt werden.

Effektive Abwehr feindlicher Übernahmeveruche verspricht die Ausgabe von Anleihen nur dann, wenn das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen wird. Die Anleihen müssen aber bei solchen Anlegern untergebracht werden, bei denen sicher ist, daß sie weder ihre Bezugsrechte noch die bezogenen Aktien an den Bieter veräußern.¹²⁷³

Es wird wohl in der Hauptversammlung nicht durchzusetzen sein, daß Anleihen in vergleichbarem Umfang wie bei einer regulären oder genehmigten Kapitalerhöhung begeben werden. Dennoch ist die Maßnahme neben anderen Kapitalmaßnahmen ein wertvolles Verteidigungsmittel. Die zu gewinnenden Investoren müssen bei Erwerb der Anleihe oder des Erwerbs einer abgetrennten Option verhältnismäßig wenig finanzielle Mittel aufbringen.¹²⁷⁴ Je nach der Verfügbarkeit verlässlicher willkommener Investoren kann ein entscheidender Vorteil gegenüber dem genehmigten Kapital darin liegen, daß hier die Frage der Zuweisung bereits zu einem frühen Zeitpunkt mit der Ausgabe der Anleihen entschieden und rechtlich nicht mehr angreifbar wird. Andererseits hängt die Gesellschaft dann freilich von dem Dritten insofern ab, als es allein in dessen Macht steht, die Option oder das Wandlungsrecht geltend zu machen.

¹²⁷⁰ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 9.

¹²⁷¹ Hierbei ist gemäß der Rechtsprechung des BGH in der Entscheidung „Kali und Salz AG“ nicht der Börsenkurs, sondern der sog. wirkliche Wert des Unternehmens (inklusive stiller Reserven und innerem Geschäftswert) maßgeblich, vgl. HÜFFER, § 255 RN 5; Hirte WM 1997, 1001.

¹²⁷² Dies würde regelmäßig einen Verstoß gegen das Gesellschaftsinteresse an günstigem Kapital bedeuten und eventuell Beschlußanfechtungen und Schadensersatzansprüche nach sich ziehen, HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27.

¹²⁷³ Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 130.

¹²⁷⁴ Vgl. HIRTE, ZIP 1989, 1233, 1245.

bb) Ausgabe von Arbeitnehmeraktien und Aktienoptionsprogramme

(1) Wirkungsweise der Maßnahme

An die Ausgabe von Aktien an die Belegschaft der Gesellschaft wird überwiegend die Erwartung geknüpft, daß die Arbeitnehmer sich tendenziell eher verwaltungskonform verhalten. Insbesondere wird davon ausgegangen, daß die Arbeitnehmer in einem etwaigen Abwehrkampf zwischen der Verwaltung der Zielgesellschaft und einem von diesem unerwünschten Bieter sich – mit ihrer mitgliedschaftlichen Stimmkraft in der Hauptversammlung – auf die Seite der Verwaltung schlagen.¹²⁷⁵ Diese Erwartung gründet überwiegend in der vermuteten Sorge des einzelnen Arbeitnehmers um die Existenz seines Arbeitsplatzes.¹²⁷⁶

Man geht demgemäß davon aus, daß die Inhaber von Arbeitnehmeraktien auf ein Angebot zum Verkauf ihrer Aktien an einen (unerwünschten) Bieter eher zurückhaltend reagieren.¹²⁷⁷ Diese Erwartung findet eine zusätzliche Stütze in der steuerlichen Sperrfrist für die Veräußerung von Arbeitnehmeraktien. Diese Frist ergibt sich aus § 19a I EStG, wonach die Vorteile, die sich aus der – bis zur Hälfte des gemeinen Wertes – verbilligten Abgabe an die Arbeitnehmer ergeben, bis zu einem jährlichen Freibetrag i.H.v. 154,- € steuerfrei sind, wenn festgeschrieben wird, daß die Wertpapiere jeweils nicht vor Ablauf von sechs Jahren veräußert werden können.¹²⁷⁸ Um sicher zu gehen, ließe sich vor diesem Hintergrund eine schuldrechtliche und strafbewehrte Verpflichtung installieren, wonach die Belegschaftsaktien binnen dieser Frist nicht veräußert werden dürfen.¹²⁷⁹

Daneben wird der Mitarbeiterbeteiligung eine stimulierende Wirkung auf den Aktienkurs zugeschrieben.¹²⁸⁰

(2) Implementierung

Um die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft mit eigenen Aktien zu versorgen, können Aktien der Gesellschaft direkt an die Mitarbeiter ausgegeben werden. Die Aktien hierfür kann die Gesellschaft gemäß § 202 IV AktG problemlos mittels eines genehmigten Kapitals – ohne daß es besonderer Voraussetzungen bedarf – zur Verfügung stellen. Der Gesetzgeber hat in

¹²⁷⁵ Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 132.

¹²⁷⁶ So auch HLAWATI/BIRKNER/GRAF *ecolex* 2000 84, 86.

¹²⁷⁷ Jedenfalls solange, wie sich deren Arbeitnehmer- und Gesellschaftsinteresse decken, vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 697.

¹²⁷⁸ Damit können sich die Arbeitnehmer freilich auch beim Absinken des Kurses schwer dem Kursrisiko entziehen, PICOT/EDELKÖTTER, *Handelsblatt* v. 25./26.6.1999, S. K3.

¹²⁷⁹ Zulässig wäre auch eine Vereinbarung, wonach die Aktien nur an (andere) Arbeitnehmer übertragen werden dürfen; HERRMANN, S. 124 mit Hinweis auf BayObLG, WM 1989, 138.

¹²⁸⁰ Nach einer Untersuchung der schweizerischen Sustainable Asset Management (SAM) schneiden Unternehmen mit Kapitalbeteiligung der Beschäftigten in der Kursentwicklung besser als der Gesamtmarkt ab. Daraus entstand der SAM Employee Ownership Index (SAM EOI), auf den die ABN Amro ein Zertifikat aufgelegt hat, o.V., *Handelsblatt* v. 15.5.2001, S. 40; insbesondere angelsächsische Investoren legen besonderen Wert darauf, daß eine börsennotierte Gesellschaft ein Aktienoptionsprogramm hat, KALLMEYER, AG 1999, 97, 99.

§ 202 IV AktG klargestellt, daß es keiner weiteren materiell-rechtlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses bedarf; die Ausgabe von Arbeitnehmeraktien wird als Rechtfertigung anerkannt.¹²⁸¹ Einer Interessenabwägung bedarf es nicht mehr.¹²⁸² Im Rahmen der Ausgabe mittels genehmigten Kapitals ergeben sich betragsmäßige Begrenzungen dadurch, daß die Ausgabe der Arbeitnehmeraktien nach Art und Ausmaß angemessen sein muß.¹²⁸³

Die Einrichtung von Aktienoptionen (sog. Stock Options) hat den Vorteil¹²⁸⁴, daß der Anreiz zum Erwerb von Aktien für die Mitarbeiter erhöht wird. Mit der Option wird seitens der Gesellschaft das Recht eingeräumt, nach Ablauf eines bestimmten Zeitraumes oder Eintritt bestimmter Voraussetzungen Aktien der Gesellschaft zu einem Preis zu erwerben, der dann im Erwerbszeitpunkt – bei positiver Wertentwicklung – unter dem aktuellen Börsenkurs liegt. Die Gesellschaft kann auch Mitgliedern der Geschäftsführung Aktienbezugsrechte einräumen.¹²⁸⁵ Die Optionen können bei Arbeitnehmern Lohnbestandteile sein¹²⁸⁶ und bei Vorstandsmitgliedern eine gewinnorientierte Vergütung i.S.d. § 86 AktG.¹²⁸⁷

Um die Optionen bedienen zu können, stehen – neben der soeben¹²⁸⁸ behandelten Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen¹²⁸⁹ – im wesentlichen die Schaffung eines bedingten Kapitals gem. §§ 192, 193 AktG und der Erwerb eigener Aktien zur Verfügung. Durch eine entsprechende Erleichterung mit Inkrafttreten des KonTraG ermöglicht nunmehr § 192 AktG eine bedingte Kapitalerhöhung für Aktienoptionen (auch zugunsten von Organmitgliedern also Vorstand und Aufsichtsrat). Somit ist die Ausgabe isolierter Optionen (sog. Naked Warrants)¹²⁹⁰ möglich, d.h. eine Ausgabe von Optionen auch direkt und ohne Verbindung mit einer Wandel- oder Optionsanleihe.¹²⁹¹ Nach § 192 II Nr. 3 AktG (n.F.) kann das Kapital bedingt zu dem Zweck erhöht werden, (auch Mitgliedern der Geschäftsführung und Vorstandsmitgliedern) Bezugsrechte einzuräumen, ohne daß Gewinnbeteiligungen eingelegt werden müssen.¹²⁹² Dadurch bleibt die Liquidität der Gesellschaft geschont. Eines Bezugsrechtsausschlusses bedarf es nicht mehr, da die Verweiskette der §§ 192 II Nr. 1, 221 IV 2,

¹²⁸¹ HÜFFER, § 202 RN 23.

¹²⁸² HÜFFER, § 202 RN 23.

¹²⁸³ LUTTER in Kölner Kommentar, § 202 RN 28, der als Obergrenze eine Orientierung in Anlehnung an den Freibetrag des § 19a EStG, die Nettovergünstigung pro Arbeitnehmer und Jahr, vorschlägt.

¹²⁸⁴ Neben dem Hauptzweck der Motivation der Führungskräfte zur Steigerung des Unternehmenswertes, vgl. hierzu KLAHOLD, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 26.

¹²⁸⁵ Zu Aktienoptionsplänen für Führungskräfte siehe KALLMEYER, AG 1999, 97 ff.

¹²⁸⁶ KLAHOLD, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 72.

¹²⁸⁷ Vgl. hierzu KLAHOLD, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 47 ff., 70: Unzulässig wäre lediglich eine *überwiegende* Vergütung in Aktienoptionen.

¹²⁸⁸ Siehe *sub* (3).

¹²⁸⁹ Gemäß §§ 221, 186, 192 II Nr. 1 AktG. Siehe zur Zulässigkeit etwa OLG Stuttgart, Urteil v. 12.8.1998 (20 U 111/97), WM 1998, 1936 ff.; OLG Braunschweig, Urteil v. 29.7.1998 (3 U 75/98), WM 1998, 1929 ff. sowie LG Frankfurt/Main, Urteil v. 10.2.1997 (3/1 O 119/96), ZIP 1997, 1030 ff.

¹²⁹⁰ Zur Zulässigkeit von isolierten Optionen (Naked Warrants) als Vergütungselement nach § 221 AktG siehe KLAHOLD, Aktienoptionen als Vergütungselement, S. 111.

¹²⁹¹ VOLHARD, NZG 1998, 397, 399.

¹²⁹² Die Ausgabe neuer Aktien aus bedingter Kapitalerhöhung an Mitarbeiter war zuvor nur zulässig auf Grundlage einer den Mitarbeitern eingeräumten Gewinnbeteiligung gemäß § 192 II Nr. 3 AktG. Die Aktien wurden hier gegen Sacheinlage in Form bereits entstandener Ansprüche der Arbeitnehmer aus Gewinnbeteiligungen ausgegeben.

186 AktG entfällt.¹²⁹³ Ein gesetzliches Bezugsrecht der Altaktionäre gibt es hierbei – wegen der Zweckbindung des bedingten Kapitals – nicht.¹²⁹⁴ Gemäß § 192 I, II Nr. 3 AktG stellt die Hauptversammlung mittels Beschluß mit mindestens $\frac{3}{4}$ des vertretenen Kapitals (§ 193 I AktG) ein bedingtes Kapital zur Verfügung.

Der Nennbetrag des für Stock Options geschaffenen bedingten Kapitals darf gemäß § 192 III 1 AktG nicht mehr als 10 % des Grundkapitals betragen.¹²⁹⁵ Der Beschluß erfordert gemäß § 193 II Nr. 4 AktG die Angabe von Erfolgszielen, z.B. bestimmter Kursziele, die erreicht werden müssen, bevor die Bezugsrechte ausgeübt und Aktien verbilligt ausgegeben werden dürfen.¹²⁹⁶ Im Rahmen des Hauptversammlungsbeschlusses haben die Aktionäre hierbei weiterhin umfassende Zustimmungs- und Informationsrechte hinsichtlich der Grundzüge des Aktien-Optionsplanes, insbesondere bezüglich Zweck, Berechtigtenkreis, Basispreis, Aufteilung zwischen Geschäftsführung und Arbeitnehmern,¹²⁹⁷ Erwerbs- und Ausübungszeitraum sowie der Festschreibung einer mindestens 2-jährigen Wartezeit.¹²⁹⁸

Eine weitere Methode zur Bereitstellung der Aktien ist der Erwerb eigener Aktien. Gemäß § 71 I Nr. 2 AktG können durch die Gesellschaft Aktien rückerworben werden, um sie an Arbeitnehmer auszugeben. Für den Erwerb der eigenen Aktien bedarf es nicht etwa einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung. Die Aktien müssen aber gemäß § 71 III 2 AktG binnen Jahresfrist nach ihrem Erwerb an die Arbeitnehmer ausgegeben werden. Auch gemäß § 71 I Nr. 8 AktG kann das Unternehmen eigene Aktien rückerwerben, um das Stock Options-Programm zu bedienen, nunmehr auch zugunsten von Organmitgliedern.¹²⁹⁹ Es bedarf eines Ermächtigungsbeschlusses, für den die selben Anforderungen wie für den Beschluß im Rahmen der bedingten Kapitalerhöhung gemäß § 193 AktG gelten.¹³⁰⁰ Im Rahmen des Ermächtigungsbeschlusses gibt es aber keine zeitliche Begrenzung für die Veräußerung.¹³⁰¹ Die Ermächtigung ist auch hier auf 10 % des Grundkapitals beschränkt, wobei die Gesellschaft zu

¹²⁹³ Siehe hierzu VOLHARD, NZG 1998, 397, 399 (FN 38 m.w.N.).

¹²⁹⁴ Das Bezugsrecht ist vielmehr kraft Gesetzes ausgeschlossen, HÜFFER, § 192 RN 18 mit Hinweisen und m.w.N. zur rechtspolitischen Kritik. Letztlich fällt dadurch lediglich das Erfordernis der sachlichen Rechtfertigung weg, was sachlich kaum einen Unterschied macht, weil eine sachliche Rechtfertigung in diesen Fällen ohnehin weitgehend gelingen würde, HÜFFER, a.a.O. mit Hinweisen auf die einschlägige Rechtsprechung; zur Kritik der Neuregelung siehe MARTENS, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 83, 88 ff.

¹²⁹⁵ Damit soll der Verwässerungseffekt für die Altaktionäre in Grenzen gehalten werden, vgl. HÜFFER, § 192 RN 18; NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 13.

¹²⁹⁶ Vgl. im einzelnen HÜFFER, § 193 RN 9.

¹²⁹⁷ Bei der Aufteilung unter den verschiedenen Mitarbeitergruppen hat der Betriebsrat gemäß § 87 I Nr. 10 BetrVG ein Mitbestimmungsrecht.

¹²⁹⁸ Vgl. PICOT/EDELKÖTTER, Handelsblatt v. 25./26./6.1999, S. K3. Die Wartezeit ist die Zeit zwischen Begründung des Bezugsrechts und erstmaliger Ausübungsmöglichkeit, HÜFFER, § 193 RN 9.

¹²⁹⁹ Zu den rechtlichen Voraussetzungen der Implementation im Rahmen des § 71 I Nr. 8 AktG siehe im einzelnen unten *sub cc*) („Erwerb eigener Aktien“).

¹³⁰⁰ $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Kapitals (§ 71 I 1 Nr. 8 S. 5 i.V.m. § 186 III 2 AktG).

¹³⁰¹ Die 18-Monatsfrist betrifft nur den Erwerb gemäß der Ermächtigung, nicht das anschließende Halten der eigenen Aktien, vgl. KALLMEYER, AG 1998, 97, 101.

keinem Zeitpunkt einen höheren Aktienanteil selbst besitzen darf.¹³⁰² Der Rückkaufpreis muß durch vorhandene Gewinnrücklagen gedeckt sein.¹³⁰³

(3) Zusammenfassung und Bewertung der Maßnahme

Von der gesetzlichen Möglichkeit zur Einführung von Stock Options wird in der Praxis insgesamt noch zurückhaltend, aber mit steigender Tendenz¹³⁰⁴ Gebrauch gemacht.¹³⁰⁵

Bei der Ausgabe von Arbeitnehmeraktien ist der Ausschluß des Bezugsrechtes kraft Gesetzes ohne das Erfordernis besonderer Rechtfertigung zulässig. Dies gilt gleichermaßen für die Ausgabe junger Aktien im Wege des bedingten Kapitals gemäß § 192 II Nr. 3 AktG wie auch mittels genehmigten Kapitals gemäß § 202 IV AktG.¹³⁰⁶

Wegen der betragsmäßigen Begrenzungen wird in aller Regel der Umfang einer Kapitalerhöhung (allein) nicht ausreichen, um die Beteiligungsverhältnisse wirksam zulasten des unerwünschten Bieters zu verändern.¹³⁰⁷ Hinzu kommt, daß der Beteiligungsbesitz der Arbeitnehmer keine Garantie für verwaltungstreue Aktionäre ist. Die Haltung der Arbeitnehmer bleibt bei allen entsprechenden Vermutungen unwägbar. Problematisch kann die Beteiligung der Mitarbeiter bzw. ehemaligen Mitarbeiter werden, wenn diese die Aktien über eine sehr lange Zeit halten (und dabei bereits eine beachtliche Wertsteigerung erfahren) und die Aktie nach der Bekanntgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes einen starken Aufwärtstrend erfährt. Dies kann dann, wie im Falle Mannesmann, auslösendes Moment für den Verkauf der Aktie sein (sog. „triggering event“).¹³⁰⁸

¹³⁰² § 71 II 1 AktG.

¹³⁰³ § 71 II 2 AktG i.V.m. § 272 IV 1 HGB.

¹³⁰⁴ So auch eine Untersuchung der Beratungsfirma Hewitt Associates zusammen mit dem Deutschen Aktieninstitut e.V. zu Beteiligungssystemen für die allgemeinen Mitarbeiterkreise in Deutschland: „Mitarbeiterbeteiligungen in Deutschland auf dem Vormarsch“,

<http://www.dai.de/veroeffentlichungen/pressemeldung/mitarbeiterbeteiligung.htm>;

VON ROSEN (Deutsches Aktieninstitut)/BEDNARCZUK (Hewitt Associates), Hrsg., „Beteiligungssysteme für breite Mitarbeiterkreise – Ergebnisse einer Umfrage“, S. 26 ff.; 1998 verfügten bereits 20 der deutschen Großunternehmen über derartige Optionspläne. Beispiele sind DaimlerChrysler, Volkswagen, Deutsche Bank, Hoechst, Siemens oder Veba. Besonders die am Neuen Markt notierten Firmen gewähren ihren Mitarbeitern durch Performance-orientierte Vergütungsmodelle zusätzliche Leistungsanreize, PICOT/EDELKÖTTER, Handelsblatt v. 25./26.06.1999, S. K3.

¹³⁰⁵ Vgl. NOACK, in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 13, der eine noch verstärkere Zunahme vermutet, wenn sich Musteroptionspläne durchgesetzt haben.

¹³⁰⁶ OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10.

¹³⁰⁷ Auf die möglicherweise beschränkten finanziellen Möglichkeiten der Arbeitnehmer wird es dabei – entgegen OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10 – gar nicht ankommen. Innerhalb der rechtlichen umfangmäßigen Begrenzung der Aktienaussgabe unter Bezugsrechtsausschluß dürften die finanziellen Grenzen der Arbeitnehmer in aller Regel noch nicht tangiert sein. Schließlich werden die Aktien dabei allen Mitarbeitern zum Erwerb angeboten, wodurch jedenfalls bei Gesellschaften mit relativ großen Mitarbeiterzahlen sich die Frage der „Angemessenheit“, bezogen auf die gesamte Gesellschaft, eher stellen dürfte.

¹³⁰⁸ Im Falle Mannesmann hatten die langjährigen Mitarbeiter über die letzten fünf Jahre bereits eine Kurssteigerung von 900 % verbuchen können. Als dann kurzfristig während des Übernahmekampfes mit Vodafone die Kurskurve einen erneuten Knick nach oben machte, verkauften zahlreiche Mannesmann-Mitarbeiter oder ehemalige Mitarbeiter ihre Aktien auf dem Markt.

Die Ausgabe von Mitarbeiteraktien sollte insgesamt als ein brauchbarer Baustein im Rahmen eines langfristigen „Gesamtkonzeptes“ gesehen werden, wonach die Mitarbeiter im Rahmen der Pflege der Investor Relations *auch* für den Fall eines Abwehrkampfes möglichst stark auf die Seite der Verwaltung gezogen werden sollen.¹³⁰⁹ Dann besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, daß sich die Mitarbeiter in einem Übernahmekampf tendenziell verwaltungstreu verhalten.

cc) Ermächtigung des Vorstandes zum Erwerb eigener Aktien für die Gesellschaft¹³¹⁰, § 71 AktG

(1) Wirkungsweise der Maßnahme¹³¹¹

Abgesehen von einer etwaigen Verteidigungsabsicht gegen unerwünschte Übernahmeveruche ist die Grundkonstellation für den Erwerb eigener Aktien folgende: Die Gesellschaft hat viel liquide Mittel verfügbar bei gleichzeitig hoher Rendite im betriebenen Geschäft. Begünstigt wird diese Konstellation noch durch gegebenenfalls niedrige Kapitalmarktzinsen. In jedem Falle aber sei die erzielbare Rendite auf dem Kapitalmarkt niedriger als die Rendite im operativen Geschäft der Gesellschaft. Mit dem Rückerwerb eigener Aktien fließen die liquiden Mittel der Gesellschaft in das eingelegte Grundkapital der Gesellschaft.¹³¹² Weil die von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktien gemäß § 71b AktG am Ertrag nicht teilhaben, wird anteilig die Gesamrendite des in der Gesellschaft eingelegten Kapitals erhöht.¹³¹³ Zurecht messen Analysten der Eigenkapitalrendite große Bedeutung bei: Diese spiegelt letztlich den Ertrag pro Aktie wieder. Auf dem Kapitalmarkt hat dies regelmäßig die Wirkung, daß sich die Anteile – evt. bereits mit der Ankündigung¹³¹⁴ des Aktienrückerwerbs seitens der Gesellschaft – verteuern.¹³¹⁵

Für die Verteidigungsstrategie gegen unerwünschte Übernahmeveruche bedeutet dies folgendes: Mit einer etwaigen Erhöhung des Aktienkurses, verteuert sich die Übernahme der

¹³⁰⁹ Ähnlich bereits OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10; HERRMANN, S. 125.

¹³¹⁰ D.h. im Namen und für Rechnung der Gesellschaft.

¹³¹¹ Zum Erwerb eigener Aktien als Abwehrstrategie BANDTE, JURA 1987, 465 ff., JUD/TERLITZA/ZOLLNER, *ecolex* 2000, 91 ff. (für das dem deutschen Regime des Aktienrückkaufs wesensverwandte österreichische Regime des Aktienrückkaufs gemäß § 65 I Z 9 öAktG).

¹³¹² Steuerlich werden für das rückerwerbende Unternehmen die Anschaffungskosten und Provisionen als betrieblicher Aufwand angerechnet; Veräußerungsverluste oder der Aufwand für eigene Teilwertabschreibungen können ebenfalls angesetzt werden, vgl. WEISNER, S. 216 FN 874; zu den steuerlichen Folgen bei der Aktiengesellschaft und bei den Aktionären siehe, KLINGBERG, BB 1998, 1575, 1578f. bzw. 1578 ff. und VON ROSEN, AG 1996, 434, 440.

¹³¹³ Um dabei die Bilanzstruktur zu optimieren, dürfen die zurückgekauften Aktien allerdings nicht im Bestand, also im Umlaufvermögen gehalten werden, sondern müssen eingezogen werden, BÖHM in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*, S. 328 m.w.N.; zum Aktienrückkauf aus bilanzieller Sicht, KLINGBERG, BB 1998, 1575, 1576 ff.

¹³¹⁴ RAMS, *Die Bank* 1997, 216, 220; BÖHM in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*, S. 328 m.w.N.

¹³¹⁵ Zu den verschiedenen Erklärungsansätzen der Finanzierungstheorie siehe BÖHM in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*, S. 334 ff.; Beispielsrechnungen zur Unternehmenswertsteigerung nach Aktienrückkauf finden sich bei RAMS, *Die Bank* 1997, 216, 217 ff.

Gesellschaft durch einen potentiellen Bieter. In jedem Falle wird aber die Anzahl der am Markt befindlichen Aktien, insbesondere der sogenannten Streuaktien reduziert.¹³¹⁶ Dies erschwert es dem potentiellen Bieter, selbst am Markt frei handelbare Aktien zu erwerben. Aber auch etwaige Arbitrageure finden dann nur noch ein verknapptes Angebot an Aktien vor. Solche Arbitrageure spekulieren auf eine spätere Veräußerung an den Bieter zu möglichst hohen Preisen. Demnach schmälert man damit die Erfolgsaussichten für potentielle feindliche Bieter auch über den Umweg der Arbitrageure.

Gleichzeitig bindet ein Aktienrückkauf die Barmittel der Zielgesellschaft, womit diese – bzw. im Falle des kreditfinanzierten Aktienruckerwerbs, die Kreditlinie – einem Bieter im Falle der erfolgreichen Übernahme zunächst nicht zur Verfügung stehen. Durch den Aktienrückkauf kann sich die Gesellschaft die Möglichkeit schaffen, bis zu 10 % des Grundkapitals selbst zu halten und im Rahmen einer unerwünschten Übernahmesituation zur Verwässerung des Anteilsbesitzes des Bieters wieder – unter bestimmten rechtlichen Voraussetzungen auch an befreundete Dritte – abzugeben.

(2) Verfahren des Erwerbs und der (Wieder-)Veräußerung

Als Techniken für den Rückkauf kommen der Erwerb über die Börse (Open Market-Repurchase) sowie der Erwerb mittels eines öffentlichen Angebotes (Tender Offer-Konzept) in Form eines Festpreistenders oder einer sogenannten Dutch-Auction in Betracht.¹³¹⁷ Insbesondere muß sich ein Kaufangebot (zum Rückerwerb) wegen des Gleichbehandlungsgrundsatzes gemäß § 53a AktG¹³¹⁸ an alle Aktionäre richten. Erfolgt der Erwerb über die Börse, so ist diese Voraussetzung hinreichend erfüllt. Eine gesonderte Anzeige der Erwerbsabsicht an die Aktionäre der Gesellschaft ist nicht erforderlich. Vielmehr wird der ordnungsgemäße Hauptversammlungsbeschluß über den Rückerwerb als ausreichende Möglichkeit zur Kenntnisnahme seitens der Aktionäre erachtet.¹³¹⁹

Ein Rückerwerb von einzelnen Aktionären (negotiated repurchase) ist – unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes, also mit Zustimmung aller (übrigen) Aktionäre – denkbar, aber unwahrscheinlich.¹³²⁰ Beim Erwerb darf nicht – etwa aus Rücksicht auf die mitgliederschaftliche Stellung des Veräußerers – ein überhöhter Erwerbspreis gezahlt werden. Grenze ist in jedem Falle der Tages- oder Vortageskurs der Anteile, weil sich die Gesellschaft die Anteile jederzeit über die Börse besorgen kann.

¹³¹⁶ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 187.

¹³¹⁷ Zu den einzelnen Erwerbstechniken siehe eingehend, BÖHM in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 329 ff.

¹³¹⁸ Vgl. auch den Verweis in § 71 I Nr. 8 AktG, dem dort wohl nur deklaratorischer Charakter zukommt, vgl. hierzu HÜFFER, § 71 RN 19 j.

¹³¹⁹ HÜFFER, § 71 RN 19 j-k.

¹³²⁰ Ob auch im Wege eines self-tender-offer der Gleichbehandlungsgrundsatz gewahrt bleibt, ist umstritten, vgl. BÖHM in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 330.

Zu empfehlen ist im Rahmen einer Verteidigungsstrategie der Rückwerb über die Börse. Zum einen ergeben sich keine Probleme hinsichtlich der Zulässigkeit des Erwerbspreises¹³²¹ und des Gleichbehandlungsgrundsatzes und zum anderen wird dies auch dem intendierten kurstreibenden Effekt gerecht.

Die *Wiederveräußerung* über die Börse ist grundsätzlich inhaltlich unangreifbar.¹³²² Sie kann aber außerhalb der Börse – aufgrund entsprechender Ermächtigung durch die Hauptversammlung¹³²³ – auch ohne Beachtung des Grundsatzes gleichmäßiger Zuteilung erfolgen. Allerdings sind dann gemäß § 71 I Nr. 8 S. 5 HS 2 AktG die Vorschriften des § 186 III, IV AktG entsprechend anzuwenden. Eine Abweichung vom Gleichbehandlungsgrundsatz ist hier demnach dann zulässig, wenn ein Bezugsrechtsausschluß zulässig wäre, insbesondere also gemäß § 186 III 4 AktG beim Verkauf nahe am Börsenkurs (bis zu 10 % des Grundkapitals). Demnach kann die Plazierung der Aktien durch die Verwaltung gezielt auch bei (gewogenen) Dritten erfolgen.¹³²⁴ Entsprechend darf aber bei der Ausgabe dieser Aktien unter Ausschluß des Bezugsrechtes bei Vorliegen eines Übernahmeangebotes der Weiterveräußerungspreis nicht hinter dem vom Bieter gebotenen Preis zurückbleiben.¹³²⁵

(3) Als Abwehrmethode geeignete Fallgruppen des § 71 I AktG und deren materiell-rechtliche Voraussetzungen

Der Erwerb eigener Aktien ist *grundsätzlich* unzulässig.¹³²⁶ Das deutsche Aktienrecht unterscheidet zwischen originärem und derivativem Erwerb¹³²⁷ eigener Aktien, wobei ersterer von vornherein gemäß § 56 AktG („keine Zeichnung eigener Aktien“) ausscheidet. *Ausnahmsweise* ist jedoch der derivative Erwerb unter engen Voraussetzungen erlaubt. Grundsätzlich gilt aber hier das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 AktG.

An den Erwerb umlaufender eigener Aktien sind dementsprechend nach den §§ 71 ff. AktG enge Zulässigkeitsvoraussetzungen geknüpft. § 71 AktG stellt eine grundsätzlich durchführbare, aber sehr restriktiv zu handhabende Möglichkeit des Erwerbs eigener Aktien mit mehreren Erlaubnistatbeständen zur Verfügung. § 57 I 2 AktG erlaubt die Zahlung des Erwerbspreises beim zulässigen Erwerb eigener Aktien. Nach § 57 I 2 AktG ist also die Zahlung des Erwerbspreises beim zulässigen Erwerb eigener Aktien vom Verbot der Einlagenrückgewähr

¹³²¹ Auch etwaige steuerliche Überlegungen aus Sicht des veräußernden Aktionärs spielen – in der Praxis – dann keine Rolle, vgl. SCHANZ, NZG 2000, 337, 345 (FN 112); anders noch OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8 sowie MICHALSKI, AG 1997, 152, 155.

¹³²² HÜFFER, § 71 RN 19j.

¹³²³ § 71 I Nr. 8 S. 5 HS 1 AktG.

¹³²⁴ Vgl. SCHANZ, NZG 2000, 337, 345.

¹³²⁵ MÜLBERT, IStR 1999, 83, 91.

¹³²⁶ Der Erwerb eigener Aktien ist jedoch insbesondere in den USA zulässig und dort – auch als Abwehrmaßnahme – sehr stark verbreitet, RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 702; eine Gegenüberstellung zum Rückkauf eigener Aktien in den USA und Deutschland findet sich bei GÜNTHER/MUCHE/WHITE, RIW 1998, 337 ff.; vgl. auch VON ROSEN, AG 1996, 434 ff.; HLAWATI/BIRKNER/GRAF *ecolex* 2000, 84, 85: siehe dort auch allgemein zur Zulässigkeit im österreichischen Recht; zu den Grundlagen des Europäischen Gemeinschaftsrechts, KINDL, ZEuP 1994, 77 ff., und zu den Reformbestrebungen in den EU-Mitgliedstaaten siehe SKOG, ZGR 1997, 306 ff.

ausgenommen. Das Regel-Ausnahmeverhältnis ergibt sich aus § 71 I AktG, der Verbotsausnahmen regelt. Das grundsätzliche Verbot ist, wegen seines Zwecks und seinem systematischen Charakter als Ausnahme zu § 57 I 1 AktG, streng auszulegen.¹³²⁸

Bis zur Reform des Aktiengesetzes¹³²⁹ durch das KonTraG¹³³⁰ war der Erwerb eigener Aktien – branchenunabhängig – ohne positive gesetzliche Zweckvorgabe gänzlich ausgeschlossen. Die Verbotsausnahmen waren und sind tatbestandlich an die Verfolgung eines bestimmten Zwecks gebunden.¹³³¹

Gemäß § 71 I Nr. 8 AktG ist nunmehr der Erwerb eigener Aktien deutlich erleichtert. Bis zu 10 % vom gezeichneten Kapital ist der Erwerb eigener Aktien danach generell zulässig. Von dieser erleichterten Möglichkeit, eigene Aktien zurückzuerwerben, haben bereits zahlreiche Gesellschaften Gebrauch gemacht.¹³³²

(4) Der Ermächtigungsbeschlusses gemäß § 71 I Nr. 8 AktG und seine materiell-rechtlichen Voraussetzungen

Die Ermächtigung setzt einen Hauptversammlungsbeschuß voraus, der zwingend eine konkrete Geltungsdauer benennen muß, die wiederum höchstens 18 Monate betragen darf. Fehlt diese Fristsetzung, so kann *nicht* durch Auslegung auf die gesetzliche Höchstfrist zurückgegriffen werden. Vielmehr ist der gesamte Beschuß dann gemäß § 241 Nr. 3 AktG nichtig. Zur Verteidigung gegen Übernahmeangebote erfolgt der Ermächtigungsbeschuß idealerweise im präventiven Bereich und der Erwerb selbst erst bei Vorliegen einer konkreten Übernahme-situation.¹³³³

Der Beschuß muß weiter den Gegenwert mit einer Ober- und Untergrenze sowie den zu erwerbenden Anteil am Grundkapital fixieren. Letzterer unterliegt für jede einzelne Ermächtigung einer Schranke von 10 % des Grundkapitals. Die Schranke bezieht sich jedoch nicht auf den Bestand eigener Aktien, sondern lediglich auf den einzelnen Erwerbsvorgang.¹³³⁴ Der

¹³²⁷ Definition des Erwerbs bei HÜFFER, § 71 RN 4.

¹³²⁸ HÜFFER, § 71 RN 3.

¹³²⁹ Zur Entwicklung der Regelungen zum Erwerb eigener Aktien und den historischen Erfahrungen siehe PELTZER, WM 1998, 322 ff.

¹³³⁰ Mit dem KonTraG wurde § 71 I Nr. 8 AktG ins Gesetz eingefügt. Zur Diskussion um die Einführung des § 71 I Nr. 8 AktG zum Erwerb eigener Aktien siehe MARTENS, AG-Sonderheft 1997 (Die Aktienrechtsreform), 83, 84 ff., WASTL, DB 1997, 461 ff., PIEPENBURG, BB 1996, 2582 ff., MARTENS, AG 1996, 337, 341 ff.

¹³³¹ Zur Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeversuche kommen hiervon als geeignete Fallgruppen gemäß § 71 I AktG in Betracht der Erwerb, „um einen schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden von der Gesellschaft abzuwenden“ (§ 71 I Nr. 1 AktG), sowie der Erwerb eigener Aktien um Mitarbeiteraktien ausgeben zu können (§ 71 I Nr. 2 AktG). Beide Fallgruppen bedürfen jedoch keines Hauptversammlungsbeschlusses. Siehe hierzu sogleich *sub IV. (Vorkehrungen, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können)*.

¹³³² NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 12; zu den bundesdeutschen Erfahrungen mit dem Rückkauf eigener Aktien siehe eine Erhebung unter den DAX 30-Unternehmen, wonach sich über 60 % der Gesellschaften eine Ermächtigung der Hauptversammlung geben ließen bzw. dies beabsichtigen, KELLERHALS/RAUSCH, AG 2000, 222, 224.

¹³³³ Siehe hierzu bei den Ad-hoc-Maßnahmen *sub B.IV.2.c*.

¹³³⁴ HÜFFER, § 71 RN 19 e mit Hinweis auf die Regierungsbegründung des Gesetzesentwurfes.

Ermächtigungsbeschluß kann einen Erwerbszweck vorschreiben.¹³³⁵ Tut er dies nicht, so liegt die Zweckbestimmung im freien Ermessen des Vorstandes. Schließlich ist der Rückerwerbstatbestand des § 71 I Nr. 8 AktG nicht an eine bestimmte Zweckvorgabe gekoppelt.¹³³⁶ Ausgeschlossen ist gemäß § 71 I Nr. 8 S. 2 AktG lediglich der Rückerwerb zum Zwecke des Handels in eigenen Aktien.¹³³⁷ Demnach kann ein Rückerwerb insbesondere auch zum Zwecke der Abwehr von Übernahmeangeboten erfolgen.¹³³⁸

(5) Schranken des Volumens zulässigen Erwerbs gemäß § 71 II AktG¹³³⁹

Gemäß § 71 II 1 AktG darf die Gesellschaft nur Aktien rückerwerben, wenn das Volumen nicht zusammen mit den gesamten von der Gesellschaft gehaltenen Aktien die Grenze von 10 % des Grundkapitals überschreitet.¹³⁴⁰ Hierbei sind gemäß § 71e I AktG neben eigenen Aktien, auch in Pfand genommene Aktien der Gesellschaft, sowie Aktien von abhängigen oder in Mehrheitsbesitz stehenden Gesellschaften (§ 71d S. 2 AktG) mit einzubeziehen. Daneben sind auch Aktien, die von Dritten gehalten werden, mitzurechnen, wenn die Zurechnungsvoraussetzungen des § 71d S. 1 oder 2 AktG erfüllt sind.¹³⁴¹ Bei den rückzuerwerbenden Aktien muß gemäß § 71 II 3 AktG der Ausgabebetrag voll eingezahlt sein.¹³⁴²

Weiter ist gemäß § 71 II 2 AktG eine Kapitalgrenze festgeschrieben. Danach muß die Gesellschaft für den Aktienrückerwerb eine entsprechende Rücklage gemäß § 272 IV HGB gebildet haben.¹³⁴³ Aus diesen (frei verfügbaren) Mitteln des entsprechenden Passivpostens soll die Aktivierung eigener Aktien neutralisiert werden.¹³⁴⁴ Mit anderen Worten: Die Finanzierung des Aktienrückkaufs darf weder zu Lasten des Stammkapitals noch der gesetzlichen oder satzungsmäßigen Mindestrücklage erfolgen.¹³⁴⁵

¹³³⁵ Über den Inhalt des Zweckes macht das Gesetz keine Vorgaben. Die Zweckbestimmung ist vollumfänglich der Hauptversammlung überlassen, vgl. SCHANZ, NZG 2000, 337, 345 unter Bezugnahme auf die Begründung des Gesetzesentwurfes und m.w.N. Die Angabe eines Zweckes muß der Ermächtigungsbeschluß nicht enthalten, vgl. BOSSE, NZG 2000, 923, 925.

¹³³⁶ HÜFFER, § 71 RN 19 f.

¹³³⁷ Ein solcher wäre zu bejahen, wenn der Vorstand eigene Aktien mit der Absicht der Gewinnerzielung an- oder verkauft, BOSSE, WM 2000, 806, 809; siehe hierzu auch WIESE, DB 2000, 609 f.

¹³³⁸ Eine weitergehende Einschränkung wäre contra legem.

¹³³⁹ Die Schranken des § 71 II AktG gelten u.a. für den hier behandelten Erwerbstatbestand des § 71 I Nr. 8 AktG.

¹³⁴⁰ Bei der Berechnung kommt es auf die Grundkapitalziffer an, die sich aus der Bilanz (§ 266 III HGB) ergibt, vgl. HÜFFER, § 71 RN 21.

¹³⁴¹ HÜFFER, § 71 RN 21.

¹³⁴² Der Erwerb nicht voll eingezahlter Aktien gefährdet grundsätzlich die Kapitalaufbringung, vgl. HÜFFER, § 71 RN 1.

¹³⁴³ Zum Aktienrückkauf aus bilanzieller Sicht KLINGBERG, BB 1998, 1575 ff.

¹³⁴⁴ Vgl. HÜFFER, § 71 RN 21, der dies zwar für problematisch, aber gleichwohl für verbindlich hält.

¹³⁴⁵ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 187.

(6) Pflichten des Vorstandes bei und nach dem Erwerb

Ein aktuell geplanter Erwerb bzw. die Ausnutzung einer entsprechenden Ermächtigung aber auch eine Veräußerung kann eine kursrelevante Tatsache i.S.d. § 15 WpHG sein.¹³⁴⁶ Wenn eine wesentliche Kursbeeinflussung zu erwarten ist, besteht die Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung.¹³⁴⁷ Im Falle der Überschreitung der 5 %-Schwelle bzw. dem Erreichen der 10 %-Schwelle ist die Mitteilungspflicht gemäß § 25 i.V.m. § 21 WpHG zu beachten.¹³⁴⁸

Daneben besteht gemäß § 71 III 1 AktG sowohl für den Fall des § 71 I Nr. 1 AktG (Schadensabwehr) als auch für den Fall des § 71 I Nr. 8 AktG (Rückerwerb ohne positive gesetzliche Zweckvorgabe) nach dem Erwerb eine Unterrichtungspflicht gegenüber der nächsten Hauptversammlung. Die Unterrichtung muß substantiiert sein.¹³⁴⁹ Da diese Angaben zu den Pflichtangaben des Anhangs im Jahresabschluß gemäß § 160 I Nr. 2 AktG gehören, darf diese Unterrichtung unterbleiben, wenn die nächste Hauptversammlung ohnehin den Anhang entgegennimmt.¹³⁵⁰

(7) Rechtsfolgen im Falle unzulässigen Erwerbs eigener Aktien (§ 71 IV AktG)

Gemäß § 71 IV 1 AktG bleibt auch im Falle eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien das Verfügungsgeschäft wirksam. Die Gesellschaft wird also dennoch Inhaberin der Mitgliedsrechte. Es besteht lediglich eine Pflicht zur Veräußerung binnen Jahresfrist gemäß § 71c AktG. Allerdings ordnet § 71 IV 2 AktG die Nichtigkeit des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäftes an. Dies bedeutet, daß die Aktionäre, die bereits geleistet haben, einen Anspruch auf Rückgewähr der Aktien gemäß §§ 812 ff. BGB haben.¹³⁵¹ Im Gegenzug hat die Gesellschaft – aufgrund verbotener Einlagenrückgewähr – gemäß § 62 I 1 AktG einen Anspruch auf Rückzahlung des Erwerbspreises.¹³⁵² Wenn jedoch beide Parteien ihren Anspruch auf Rückabwicklung nicht weiter verfolgen wollen, bleibt die dingliche Rechtslage – auch entgegen den Vorschriften des § 71 AktG – bestehen. Steuerlich führt dann aber der verbotswidrige Erwerb eigener Aktien zur Annahme einer verdeckten Gewinnausschüttung an den Veräußerer der Aktien. Die Höhe dieser Gewinnausschüttung errechnet sich durch den Kaufpreis abzüglich des Börsenkurses. Der Erwerb eigener Aktien führt mithin bei der Gesellschaft zu einer steuerlichen Mehrbelastung und bei den einzelnen an die Gesellschaft veräu-

¹³⁴⁶ Zur Ad-hoc-Publizität beim Erwerb eigener Aktien siehe eingehend, VAN AERSEN, WM 2000, 391, 395 ff.

¹³⁴⁷ Zur Frage, zu welchem Zeitpunkt die Mitteilungspflicht ausgelöst wird, siehe HAPP/SEMLER, ZGR 1998, 116 ff. (zum Begriff der Tatsache in § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen) sowie BURGARD, ZHR 1998, 51 ff.

¹³⁴⁸ Siehe hierzu SCHANZ, NZG 2000, 337, 346 m.w.N.

¹³⁴⁹ Insbesondere in den Fällen des § 71 I Nr. 1 AktG müssen Angaben hinsichtlich drohendem Schaden, Gewicht und Notwendigkeit des Erwerbs zur Schadensabwehr gemacht werden, HÜFFER, § 71 RN 22.

¹³⁵⁰ Vorausgesetzt diese Angaben entsprechen von der Genauigkeit her der Berichtspflicht des § 71 III 1 AktG, vgl. zum ganzen HÜFFER, § 71 RN 22.

¹³⁵¹ Der Rechtsgrund für die Übereignung der Aktien ist weggefallen.

¹³⁵² Der Anspruch aus § 62 I 1 AktG stellt einen spezifisch aktienrechtlichen Rückgewähranspruch dar, der in Tatbestand und Rechtsfolge von den sonst in erster Linie einschlägigen §§ 812 ff. BGB unabhängig ist; ganz h.M., HÜFFER, § 62 RN 2.

bernden Aktionären zur Annahme einer steuerpflichtigen Dividende (statt eines möglicherweise steuerfreien Veräußerungsgewinns).¹³⁵³

Der handelnde Vorstand ist grundsätzlich schadensersatzpflichtig gemäß § 93 AktG. Allerdings dürfte in Fällen des Erwerbs eigener Aktien nur schwer ein Schaden für die Gesellschaft zu ermitteln sein. Darüber hinaus liegt jedoch eine – bußgeldbewehrte – Ordnungswidrigkeit gemäß § 405 I Nr. 4a AktG vor.

(8) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Gesamtbewertung

Dadurch, daß sich nach erfolgtem Rükckerwerb eigener Aktien am Markt insgesamt weniger Aktien befinden, die Einfluß auf die Kapitalmehrheit haben, kann der Bieter unter Umständen bereits schneller eine Kapitalmehrheit oder wenigstens eine Sperrminorität erzielen. Gemäß § 71b AktG stehen der Gesellschaft aus eigenen Aktien keine Rechte zu. Damit kann sich gegebenenfalls durch diese Maßnahme sogar der Stimmrechtsanteil des feindlichen Übernehmers erhöhen.

Durch den Rükckerwerb werden vorher freie liquide Mittel wieder gebunden. Dies bedeutet – je nach den Mittelreserven der Gesellschaft – unter Umständen eine Einengung des unternehmerischen Spielraumes.

Eine Erwerbsbeschränkung auf 10 % der Aktien ist nur beschränkt geeignet, wirkungsvollen Schutz gegen Übernahmeangebote zu gewährleisten.¹³⁵⁴ Wenn ein Bieter die nötigen Mittel hat, erscheint es sehr fraglich, ob dieser sich durch eine Verteuerung der Übernahme von seinem Vorhaben abbringen läßt. Wegen der Volumenbegrenzung des Rückkaufs auf maximal 10 % des Grundkapitals darf auch der Kurssteigerungseffekt nicht überschätzt werden.¹³⁵⁵

Der Rükckerwerb eigener Aktien ist als Verteidigungsmaßnahme insgesamt geeignet. Die Maßnahme kommt für Gesellschaften mit finanziellem Spielraum in Betracht. Sie kann nach einer entsprechenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung durch den Vorstand durchaus bereits im präventiven Bereich implementiert werden. Gegenüber den anderen Fallgruppen des zulässigen Rükckerwerbs eigener Aktien hat der Rükckerwerb nach Ermächtigung durch die Hauptversammlung gemäß § 71 I Nr. 8 AktG den bedeutenden Vorteil der Rechtsicherheit für den handelnden Vorstand. Der Erwerb der Aktien ist schließlich an keinen bestimmten Erwerbszweck gebunden. Unter Beachtung der formellen Begrenzungen ist die Maßnahme rechtlich beinahe unangreifbar. In Verbindung mit einer Barkapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes gemäß § 186 III 4 AktG können immerhin bis zu 20 % des Grundkapitals, an den Altaktionären vorbei, neu ausgegeben werden, ohne daß es einer sachlichen Rechtfertigung hierfür bedarf.

¹³⁵³ Die Kenntnis dieser Zusammenhänge wird den potentiellen Veräußerer eher motivieren, an einen Übernehmer als an die Gesellschaft zu verkaufen, siehe zum Ganzen OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8.

¹³⁵⁴ Vgl. RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 703.

¹³⁵⁵ Vgl. BÖHM in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 338.

c) Gründung einer Sicherungs-GmbH¹³⁵⁶

aa) Prinzip und Wirkungsweise

Eine Sicherungs-GmbH entsteht dadurch, daß mehrere – unter Umständen gleichermaßen übernahmebedrohte – Aktiengesellschaften eine GmbH gründen, deren einziger Zweck es ist, im Falle eines mit den Leitungsorganen nicht konsentierten Übernahmeangebotes Aktien dieser bedrohten Gesellschaft zu erwerben. Dies hat zur Folge, daß die Übernahme der Kontrollmehrheit für den unliebsamen Bieter sich verteuert oder unmöglich wird. Ebenso reduziert sich die Anzahl der am Markt frei erwerblichen Anteile der Zielgesellschaft. Im Gegensatz zu (wechselseitigen) Beteiligungen mit befreundeten Unternehmen muß hier die einzelne Gesellschaft nur einen Bruchteil der finanziellen Mittel binden. Dafür steht bei der Beteiligung an der Sicherungs-GmbH allein die Sicherungsfunktion im Raum. Eine unternehmenspolitische, strategische Wirkung (etwa durch Beteiligung an Banken, Kunden oder Zulieferern) kann sich dabei nicht entfalten.

bb) Konstruktion der GmbH im einzelnen

Gesellschafter der GmbH sind möglichst viele Aktiengesellschaften mit ähnlicher Interessen- und Gefahrenlage bezüglich einer Übernahmegefahr. Je mehr Aktiengesellschaften sich in der GmbH „zusammenschließen“, um so geringer ist der Kapitalaufwand für die einzelne Gesellschaft.¹³⁵⁷

Die Satzung der GmbH sollte als Unternehmenszweck die Sicherung der beteiligten Aktiengesellschaften gegen unfreundliche Übernahmeveruche festschreiben. Es bedarf einer exakten Fixierung des Kriteriums „unfreundlich“ oder „feindlich“, damit es für die Gesellschafter und Aktiengesellschaften möglich bleibt, gewünschte Unternehmensverbindungen einzugehen.¹³⁵⁸ Wird eine der an der GmbH beteiligten Gesellschaften Ziel eines feindlichen Übernahmeveruchs, so tritt die GmbH als (konkurrierender) Erwerber auf, mit dem Ziel, bis zu 50 % der Anteile der bedrohten Aktiengesellschaft zu erwerben. Die GmbH sollte dabei auf den Einsatz *aller* ihrer verfügbaren Ressourcen verpflichtet werden. Die entsprechenden finanziellen Mittel müssen ihr freilich seitens der beteiligten Aktiengesellschaften zur Verfügung gestellt werden.

Das Gesellschaftskapital der GmbH muß dabei m. E. nicht pauschal – wie *Sünner* meint – deutlich¹³⁵⁹ mehr als 50 % der Börsenkapitalisierung des teuersten Gesellschafters betragen. Vielmehr muß man sich dabei an einem Wert orientieren, der gebildet wird durch Kalkulationen mit der durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenz und dem jeweils vorhandenen

¹³⁵⁶ Die Idee geht auf SÜNNER zurück, siehe in FS Quack, S. 457, 469 ff.

¹³⁵⁷ SÜNNER dagegen will den Teilnehmerkreis auf maximal 10 begrenzen, um jeder Gesellschaft das steuerliche Schachtelprivileg für ihre Beteiligung zu sichern, welches erst bei einer 10 %-igen Beteiligung einsetzt (in FS Quack, S. 457, 469, FN 61).

¹³⁵⁸ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 469 (FN 62).

¹³⁵⁹ Um genügend Spielraum für den typischen Zuschlag im Rahmen eines Paketkaufes oder öffentlichen Übernahmeangebotes zu haben.

gefährlichen Streubesitz oder „unberechenbaren“ Paketbesitz der *beteiligten* Aktiengesellschaften. Daher wird es von entscheidender Bedeutung sein, daß sich jeweils Aktiengesellschaften zusammenschließen, die von ihrer diesbezüglichen Struktur, Börsenkapitalisierung und Finanzkraft zusammenpassen.

Um die Liquidität der Gesellschafter nicht zu stark zu beeinträchtigen, soll die GmbH das eingelegte Kapital kurzfristig kündbar, unter marktüblicher Verzinsung, darlehensweise an ihre Gesellschafter zur Verfügung stellen.¹³⁶⁰ Dies birgt freilich die Gefahr, daß die Mittel für die GmbH im Übernahmefalle faktisch nicht rechtzeitig verfügbar sind.

Hat die GmbH zur Abwehr eines Übernahmeversuchs gegenüber einem Gesellschafter eingreifen müssen, dann stellt sich die Frage, wie sie mit den Aktien verfährt; insbesondere ein dauerhaftes Halten der Anteile kommt aus Gründen der Liquidität nicht in Betracht.¹³⁶¹ Die Aktien sollten freilich nicht einfach über die Börse veräußert werden, sondern möglichst bei (Dauer-)Anlegern untergebracht werden, die der Verwaltung der jeweiligen Zielgesellschaft „willkommen“ sind. *Sünner* schlägt hierfür die Zwischenschaltung einer Holding vor. Diese übernimmt die von der GmbH erworbenen Anteile als Sacheinlage und plaziert ihre Holding-Aktien im übrigen im breiten Publikum. Ein unmittelbarer Zugriff durch potentielle Übernehmer auf die Aktien der Zielgesellschaft ist damit unmöglich.

Erwirbt die GmbH Aktien der jeweiligen Zielgesellschaft, so liegt darin für diese auch kein Verstoß gegen die Vorschriften zum Erwerb eigener Aktien (§§ 71 ff. AktG). Zwar wird über die GmbH der Erwerb teilweise auch von der Zielgesellschaft finanziert, also wirtschaftlich getragen, jedoch trägt rechtlich die Finanzierung und das Risiko die GmbH.¹³⁶² Weder § 71d S. 1 AktG, der eine unmittelbare Betätigung für Rechnung der Gesellschaft erfordert,¹³⁶³ noch § 71d S. 2 AktG, der Erwerb oder Besitz von Aktien der Gesellschaft durch ein abhängiges Unternehmen voraussetzt, sind verwirklicht: Schließlich ist bei etwa 10 an der GmbH beteiligten Aktiengesellschaften nicht ein einzelner Gesellschafter in der Lage, herrschenden Einfluß i.S.d. §§ 17, 71d S. 2 AktG auf die GmbH auszuüben.¹³⁶⁴ Auch ist ein Umgehungstatbestand i.S.d. § 71a AktG nicht verwirklicht.¹³⁶⁵ Die potentielle Zielgesellschaft stellt der GmbH mit der Beteiligung an dieser weder ein Darlehen noch einen Vorschuß oder eine Sicherheit zur Verfügung.¹³⁶⁶ Mit der Beteiligung an der GmbH liegt auch weder ein Auftrag noch eine Geschäftsbesorgung oder ein Kommissionsgeschäft vor, wodurch die GmbH berechtigt oder verpflichtet würde, für Rechnung der Zielgesellschaft deren Aktien zu erwerben.¹³⁶⁷

¹³⁶⁰ Siehe im einzelnen SÜNNER in FS Quack, S. 457, 470.

¹³⁶¹ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 470.

¹³⁶² Vgl. SÜNNER in FS Quack, S. 457, 471 f.

¹³⁶³ Vgl. SÜNNER in FS Quack, S. 457, 472 m.w.N.

¹³⁶⁴ Auch sind die Voraussetzungen gemeinschaftlicher Herrschaft mangels ausreichend sicherer rechtlicher Grundlagen für eine Koordination der Gesellschafter nicht gegeben, SÜNNER in FS Quack, S. 457, 472 m.w.N.

¹³⁶⁵ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 472 m.w.N.; a.A. HERRMANN, S. 140.

¹³⁶⁶ Damit sind die Voraussetzungen des § 71a I AktG nicht verwirklicht.

¹³⁶⁷ Demnach ist auch nicht der Tatbestand des § 71a II AktG erfüllt; vgl. hierzu HÜFFER, § 71a RN 7 ff.; a.A. HERRMANN, S. 140.

cc) Zustimmung der Hauptversammlung

Nimmt man zutreffend an, daß die Erhaltung der Selbständigkeit der potentiellen Zielgesellschaft dem satzungsgemäßen Gesellschaftszweck dienlich ist, so gilt eine sogenannte Förderklausel in der Satzung als ausreichende Ermächtigung für den Vorstand.¹³⁶⁸ Danach enthält die Satzung eine Klausel, wonach sämtliche Handlungen und Geschäfte abgeschlossen werden dürfen, die das wirtschaftliche Betätigungsfeld der eigenen Gesellschaft fördern, unterstützen oder hierzu geeignet sind.¹³⁶⁹

Selbst wenn die Satzung eine sog. Förderklausel enthält oder die Hauptversammlung die Satzung dahingehend ändert, bleibt jedoch zweifelhaft, ob die Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH von der Förderklausel erfaßt wird.¹³⁷⁰ Schließlich sichert die Sicherungs-GmbH nicht nur die Selbständigkeit bzw. den Bestand der eigenen Gesellschaft, sondern wird im Bedarfsfall auch zugunsten der anderen Mitgesellschafter in der GmbH tätig, was unzweifelhaft keine Förderung der eigenen Gesellschaft, sondern eine Förderung anderer Gesellschaften bedeutet.¹³⁷¹

Im Zweifel wird man daher davon ausgehen, daß die Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH nicht von einer sog. Förderklausel in der Satzung gedeckt ist. Ab einer gewissen Größe der Beteiligung an der Sicherungs-GmbH wird ohnehin gemäß den Grundsätzen des BGH in der Holz Müller-Entscheidung¹³⁷² ein zustimmender Beschluß der Hauptversammlung erforderlich.¹³⁷³ Dadurch, daß erhebliche Kapitalbeträge zur Sicherung auch anderer Gesellschaften vor unerwünschten Übernahmeversuchen zur Disposition gestellt werden, erfährt die Gesellschaft durchaus einen so tiefen Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse, „daß der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe“ die begründende Entscheidung „in ausschließlich eigener Verantwortung treffen.“¹³⁷⁴

dd) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Gesamtbewertung

Die Maßnahme erfordert die Aufbringung erheblicher Kapitalmittel. Schließlich muß die GmbH mit den zum Erwerb einer erheblichen Beteiligung an einer konkret zur Zielgesellschaft gewordenen Aktiengesellschaft erforderlichen Geldmitteln ausgestattet werden. Selbst wenn die GmbH sodann die bereitgestellten Geldmittel wiederum an die beteiligten Aktiengesellschaften in Form von Darlehen zur Verfügung stellt, bleibt die wirtschaftliche Zuordnung

¹³⁶⁸ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 473.

¹³⁶⁹ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 473.

¹³⁷⁰ Die Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH liegt in aller Regel nicht innerhalb des satzungsmäßigen Zwecks einer Aktiengesellschaft.

¹³⁷¹ Siehe im einzelnen SÜNNER in FS Quack, S. 457, 473.

¹³⁷² BGHZ 83, 122 ff.

¹³⁷³ A.A. SÜNNER in FS Quack, S. 457, 474, der eine Beteiligung der Hauptversammlung lediglich für empfehlenswert hält, um etwaigen Haftungsrisiken des Vorstandes vorzubeugen und durch frühzeitige Publizität des Abwehrinstruments einen bestmöglichen Abschreckungseffekt zu erzielen.

¹³⁷⁴ BGHZ 83, 122, 131.

bei der GmbH. Andernfalls würde schließlich auch der Gesellschaftszweck der GmbH vereitelt werden.

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, daß nach erfolgter Abwehr eines unerwünschten Bioters auf eine beteiligte Aktiengesellschaft eine Abwehr eines zweiten feindlichen Angriffs auf eine andere beteiligte Aktiengesellschaft in der Regel – mangels weiterer finanzieller Ressourcen – kaum mehr möglich sein wird. Allerdings kann die GmbH die erworbenen Anteile schnellstmöglich an einen freundlich gesonnenen Dritten veräußern und erhält wenigstens den wesentlichen finanziellen Einsatz wieder zurück. Zudem wird – insbesondere unter Berücksichtigung einer Abschreckungswirkung der Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH – der Fall zweier aufeinanderfolgender oder zeitgleich erfolgender Übernahmeveruche gegenüber Gesellschaftern der GmbH äußerst selten¹³⁷⁵ und beinahe im Bereich des hinzunehmenden Restrisikos anzusiedeln sein.¹³⁷⁶

Entscheidender Vorteil der Sicherungs-GmbH ist, daß sie unmittelbar eingreifen kann, ohne daß es zeitraubender Beratungen und Beschlußfassungen der Organe der Zielgesellschaft bedarf und aufgrund der rechtlichen Festschreibung des „Eingriffsfalles“ im GmbH-Vertrag müssen etwaige Verhandlungen mit Dritten, insbesondere auch mit Banken, nicht geführt werden.¹³⁷⁷ Zudem ist die GmbH bei der Wiederveräußerung der Anteile nach erfolgreicher Abwehr eines Übernahmeveruches nicht rechtlich gebunden (wie dies etwa die Zielgesellschaft selbst nach Rückerwerb eigener Aktien oder Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsaus-schluß wäre).

Insgesamt erscheint die Maßnahme als echte Alternative, insbesondere zu Kapitalmaßnahmen zur Beeinflussung des Aktionärskreises. Allerdings hat, soweit ersichtlich, die Praxis bislang noch keine Erfahrungen mit diesem Verteidigungsmittel gesammelt. Es wird wohl mitunter entscheidend darauf ankommen, daß sich ausreichend geeignete¹³⁷⁸ Gesellschaften zusammenfinden, die bereit sind, sich gemeinsam an einer Sicherungs-GmbH zu beteiligen.

d) Veränderung der erforderlichen Kapitalmehrheiten für Hauptversammlungsbeschlüsse

aa) Erhöhung der Majoritätsschwelle in der Hauptversammlung für Satzungsänderungen (Supermajority Provisions), § 179 II AktG

Durch Erhöhung der Stimmen- und insbesondere der Kapitalmehrheit können künftige Satzungsänderungen nach § 179 I 1 AktG erschwert werden.

¹³⁷⁵ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 471.

¹³⁷⁶ Denkbar wäre natürlich die Vereinbarung einer Nachschußpflicht für die Gesellschafter.

¹³⁷⁷ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 469.

¹³⁷⁸ Die Gesellschaften müssen insbesondere von ihrer Kapitalstruktur, Größe und Finanzkraft vergleichbar sein, siehe bereits oben *sub* (2).

Gemäß § 179 II 1 AktG bedarf ein satzungsändernder Beschluß der Hauptversammlung grundsätzlich einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals.¹³⁷⁹ § 179 II 1 AktG stellt mithin ein weiteres Erfordernis i.S.d. § 133 I HS 2 AktG dar. Neben der Kapitalmehrheit i.S.d. § 179 II AktG muß also immer gleichzeitig eine Stimmenmehrheit i.S.d. § 133 I AktG vorliegen.¹³⁸⁰ Die Festschreibung eines weiteren Erfordernisses in § 133 I HS 2 AktG soll vor allem die Folgen etwaiger satzungsautonomer Abänderungen des Grundsatzes „one share-one vote“ ausgleichen, nach denen das Stimmrecht nicht der Kapitalbeteiligung entspricht.¹³⁸¹ Gemäß § 179 II 2 AktG kann in der Ursprungssatzung oder durch Satzungsänderung grundsätzlich die Majoritätsschwelle für Satzungsänderungen verschoben werden.

(1) Reichweite und Grenzen der Satzungsautonomie

Eine Abänderung ist nur zulässig, solange das Gesetz nicht zwingend andere Mehrheiten fest schreibt.¹³⁸² Für die Änderung des Unternehmensgegenstandes kann die Satzung gemäß § 179 II 2 AktG lediglich eine größere Kapitalmehrheit bestimmen. Die Satzung kann sich bei der Abänderung der gesetzlichen Mehrheitserfordernisse nur auf einzelne Regelungsgegenstände beschränken oder diese ganz allgemein fest schreiben. Dabei kann nicht nur die Majoritätsschwelle verschoben, sondern auch die Bezugsgröße abgeändert werden, so daß sich diese auf das gesamte stimmberechtigte¹³⁸³ Grundkapital erstreckt. Die Majoritätsschwelle kann sogar bis zur Einstimmigkeit angehoben werden.

(2) Weitere, über die Kapitalmehrheit hinausgehende Erfordernisse, § 179 II 3 AktG

Als weitere Wirksamkeitserfordernisse für die satzungsändernde Beschlußfassung der Hauptversammlung kommt hier insbesondere die Festschreibung der Zustimmung bestimmter Aktionäre¹³⁸⁴ oder Inhaber bestimmter Aktiegattungen¹³⁸⁵ sowie die Wiederholung der Beschlußfassung in einer neuen Hauptversammlung¹³⁸⁶ in Betracht. Unzulässig sind aber Satzungsbestimmungen, die an eine wirksame Satzungsänderung die Zustimmung etwa des Aufsichtsrates oder des Vorstandes oder gar verbandsfremder Dritter knüpfen.¹³⁸⁷ Damit wäre die Satzungsautonomie der Hauptversammlung verletzt.

¹³⁷⁹ Die Bezugsgröße wird dabei gebildet durch sämtliches bei der konkreten Beschlußfassung abstimmendes Kapital. Berücksichtigt werden also nur Ja- oder Neinstimmen (ohne Enthaltungen; a.A. GODIN/WILHELMI § 133 Anm. 4), vgl. hierzu HÜFFER, § 179 RN 14 m.w.N.

¹³⁸⁰ Allgemeine Meinung, HÜFFER, § 179 RN 14 m.w.N.

¹³⁸¹ Angesprochen sind damit insbesondere Höchststimmrechte und Mehrfachstimmrechte. Nur in diesen Fällen hat das Erfordernis der Kumulation von Stimmenmehrheit und Kapitalmehrheit eine praktische Bedeutung. In anderen Fällen vermittelt die Kapitalmehrheit auch die Stimmenmehrheit; vgl. HÜFFER, § 179 RN 16 f., 14, mit Hinweis auf BGH NJW 1975, 212.

¹³⁸² Im einzelnen siehe HÜFFER, § 179 RN 17.

¹³⁸³ Also nicht nur auf das tatsächlich mit ja oder nein stimmende Kapital.

¹³⁸⁴ Allgemeine Meinung, HÜFFER, § 179 RN 23.

¹³⁸⁵ ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 179 RN 169.

¹³⁸⁶ HEFERMEHL/BUNGEROTH in Geßler/Hefermehl, § 179 RN 138 m.w.N.

¹³⁸⁷ HÜFFER, § 179 RN 23.

bb) Abschluß von Unternehmensverträgen: Erhöhung der Majoritätsschwelle für den Zustimmungsbeschluß der Hauptversammlung, § 293 I AktG

(1) Prinzip und Wirkungsweise

Werden in der Satzung der Zielgesellschaft die Majoritätsschwellen für den Abschluß von Unternehmensverträgen erhöht, so bedeutet dies eine Behinderung für den Bieter für die Durchführung etwaiger Umstrukturierungsmaßnahmen nach erreichter Mehrheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft. Freilich kann eine solche Erschwerung nur dann abschreckende Wirkung auf potentielle feindliche Bieter entfalten, wenn sich diese Hürde nach Kontrollerlangung in der Hauptversammlung und in den Leitungsorganen nicht (allzu leicht) wieder aufheben läßt.

§ 293 I AktG macht die Wirksamkeit von Umstrukturierungsmaßnahmen, respektive den Abschluß von Unternehmensverträgen wie Beherrschungsverträge oder Gewinnabführungsverträge (§ 291 AktG), generell von einer mindestens $\frac{3}{4}$ des Grundkapitals umfassenden Mehrheit abhängig. Nach § 293 I 2, 3 AktG kann die Satzung für den Beschluß von Unternehmensverträgen eine höhere als die $\frac{3}{4}$ -Mehrheit und u.U. weitere Erfordernisse bestimmen (bis hin zur Einstimmigkeit). Sind solche Modifikationen erwünscht, so müssen diese auch dann – ausdrücklich für Unternehmensverträge – in die Satzung aufgenommen werden, wenn bereits eine entsprechende Modifikation der Majoritätsschwelle für Satzungsänderungen generell in der Satzung vorgenommen worden ist.¹³⁸⁸

(2) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten

Das dargestellte Abwehrinstrument läßt sich wohl nur im präventiven Bereich einsetzen. Damit muß die Maßnahme also quasi auf Vorrat getroffen werden. Die finalen Wirkungen müssen demnach gleichsam als „Nebenwirkungen“ im „Alltag der Aktiengesellschaft“ verkraftet werden. Eine Erhöhung der Zustimmungsquote birgt hier – genauso wie im Rahmen der erhöhten Satzungsänderungsmajorität – die Gefahr der Manövrierunfähigkeit der Gesellschaft in sich, weil damit immer eine Absenkung der Sperrminorität verbunden ist. Insbesondere liegt die einzig mögliche „Escape Clause“ in der erneuten Satzungsänderung, die ihrerseits – auch nach Abbedingung der gesetzlichen $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals, § 179 II AktG – mindestens eine einfache Mehrheit erfordert.

Vor diesem Hintergrund wird es auch schwierig sein, die Hauptversammlung von einer solchen Maßnahme zu überzeugen.

¹³⁸⁸ Dieses Erfordernis stellt § 293 I 4 AktG klar, wonach auf den Zustimmungsbeschluß über Unternehmensverträge die gesetzlichen und satzungsmäßigen Bestimmungen über Satzungsänderungen nicht anwendbar sind.

cc) Regelungen für Verschmelzungen und Eingliederungen

Nach Übernahme der Kontrollmehrheit über die Zielgesellschaft wird der Übernehmer zur Sicherung seiner Machtposition eine Eingliederung, eine Verschmelzung oder einen Beherrschungsvertrag anstreben. Alle drei Formen sind im AktG und UmwG umfassend geregelt. Eine Regelungsmöglichkeit im Rahmen von Abwehrmaßnahmen besteht jedoch in der Festlegung der Mehrheitsregelungen.

(1) Verschmelzung (§§ 2 ff., 60 ff. UmwG)

§ 65 I 1 UmwG schreibt für eine Verschmelzung mindestens eine einfache Mehrheit in der Hauptversammlung vor. Gemäß § 65 I 2 UmwG kann die Satzung jedoch eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen. Sind verschiedene Aktiengattungen (§ 11 AktG), z.B. Stamm- und Vorzugsaktien oder auch Mehrstimmrechtsaktien ausgegeben, ist nach § 65 II UmwG die separate Zustimmung der Aktionäre jeder Gattung nötig. Gegen den Willen des Inhabers von Mehrstimmrechtsaktien ist daher eine Verschmelzung nicht herbeizuführen.¹³⁸⁹ In den §§ 14, 15 UmwG findet der Minderheitenschutz seinen Niederschlag: Jeder Aktionär der übergebenden Gesellschaft hat das Recht, eine gerichtliche Überprüfung der Verschmelzung zu beantragen. Diesbezüglich bleibt also kein Bedürfnis für Modifizierungen.

(2) Eingliederung (§§ 319 ff. AktG)

Gemäß § 319 II 1, 2 AktG bedarf die Eingliederung eines Beschlusses der Hauptversammlung mit einer Mehrheit, die mindestens $\frac{3}{4}$ des vertretenen Grundkapitals umfaßt. Gemäß § 319 II 3 AktG kann jedoch auch hier die Satzung eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen.

(3) „Fair-Price-Regelungen“?

Nachdem ein wirksamer Eingliederungs- oder Verschmelzungsbeschluß erfolgt ist, stellt sich für die Aktionäre des übertragenden bzw. eingegliederten Rechtsträgers noch die Frage, welche Abfindung sie erhalten. Etwaige „Fair-Price-Regelungen“ hinsichtlich des Aktienumtausches, wie in den USA üblich, sind jedoch weder erforderlich noch hilfreich, weil sich das Verhältnis und eine etwaige Zuzahlung durch einen unabhängigen Dritten, den Verschmelzungsprüfer (§§ 9 ff. UmwG), regeln.¹³⁹⁰ Im wesentlichen gleiches gilt nach § 320b AktG für die ausscheidenden Minderheitsaktionäre im Falle einer Eingliederung. Im Falle des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages finden sich auch dazu in den §§ 304 ff. AktG detaillierte Regelungen über Ausgleichs- oder Abfindungszahlungen. Für „Fair-Price-Regelungen“ ist daher im deutschen Recht kein Raum.¹³⁹¹

¹³⁸⁹ MICHALSKI, AG 1997, 152, 157.

¹³⁹⁰ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2312; MICHALSKI, AG 1997, 152, 157. Vorrangiges Kriterium dabei ist der Ertragswert des übertragenen Unternehmens.

¹³⁹¹ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2312; MICHALSKI, AG 1997, 152, 157.

dd) Ergebnis

Erhöhungen der erforderlichen Majoritätsschwellen in der Hauptversammlung sind kritisch zu bewerten, weil sie grundsätzlich die Beschlußfähigkeit im Organ Hauptversammlung deutlich herabsetzen. Eine Anhebung der Majoritätsschwelle etwa bis zur Einstimmigkeit muß aus Gründen der Manövrierfähigkeit der Gesellschaft ausscheiden.

Denkbar ist aber die Modifizierung der Beschlußschwellen für ausgewählte, grundlegende Regelungsgebiete, insbesondere für die Änderung des Unternehmensgegenstandes. Daneben bietet sich – unter Berücksichtigung der Beeinträchtigung auch für gewollte Unternehmensverträge – eine Anhebung der erforderlichen Majoritätsschwelle für Unternehmensverträge und für Eingliederungen und Verschmelzungen an.

3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern

Nachdem soeben *unter* 2. all die Maßnahmen erörtert wurden, mit denen ein unerwünschter Bieter als Aktionär in seinen Möglichkeiten zur Einflußnahme in der Hauptversammlung beschränkt werden kann (Ring 2 des Kreismodelles; siehe Abbildung 6), folgen nun die Maßnahmen, die einen unerwünschten Bieter und Aktionär daran hindern sollen, Einfluß auf die Besetzung und die Politik der Aufsichts- bzw. Leitungsorgane zu gewinnen.

Wir befinden uns demnach am Ring 3 des Kreismodelles, mithin der letzten Schwelle, die es für einen Übernehmer auf dem Weg zur Leitungsmacht in der Zielgesellschaft zu überwinden gilt. Hier kommen ausschließlich Maßnahmen in Betracht, die den Übernehmer daran hindern sollen, die Positionen im Aufsichtsrat und schließlich im Vorstand mit Personen seines Vertrauens zu besetzen.

a) Allgemein: Besetzungsstrategien für den Aufsichtsrat und Vorstand¹³⁹²

Wie eingangs bereits erwähnt, dürfte die Tatsache, daß in den meisten großen deutschen Aktiengesellschaften aufgrund der Mitbestimmungsgesetze ein Drittel bis zur Hälfte der Aufsichtsräte

¹³⁹² Die im folgenden zu behandelnden Maßnahmen werden begrifflich – aus dem anglo-amerikanischen Rechtskreis stammend – in der deutschsprachigen Literatur unter anderem als „shark repellents“ (zu Deutsch: Hai-Abwehrmittel) zusammengefaßt. Der Begriff wird in vorliegender Untersuchung nicht weiter verwandt. Zum einen wird er offensichtlich nicht einheitlich eingegrenzt. Zum anderen ist er – in jedem Falle – wegen seiner begrifflichen „Weite“ nicht geeignet die sich dahinter verbergenden Maßnahmen spezifisch zu beschreiben; vgl. nur WEISNER, S. 224 ff., der darunter gleichermaßen die Veränderungen der Majoritätsschwellen in der Hauptversammlung und die „Erschwerung der Beeinflussung der Besetzung der Verwaltungsorgane“ zusammenfaßt. HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27 versteht unter „shark repellents“ (alle?) „Satzungsklauseln mit Blick auf eine drohende Übernahmegefahr“ während HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 187 unter dem selben Begriff gar „allgemeine organisatorische Vorkehrungen“, namentlich den Erwerb eigener Aktien, die Staffelung des Aufsichtsrates, Mehrheitsregelungen für Verschmelzungen, fair-price-Regelungen und sonstige Strukturänderungen zusammenfassen. KLEIN, NJW 1997, 2085, 2086 versteht unter „shark repellents“ [eine] „präventive oder nachträgliche Ergänzung des Gesellschaftsvertrags mit dem Zweck [...], einem solchen Übernehmehai ein weniger attraktives Ziel zu

von der Arbeitnehmerseite gestellt werden, ein wichtiger Grund für das bislang geringe Interesse ausländischer Bieter an feindlichen Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften sein.

Erschwerend scheint dann noch die „deutsche Spezialität“ des zweigliedrigen Systems mit der Trennung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand hinzuzukommen. Freilich ist dadurch eine schnelle Kontrollausübung in den Handlungs- bzw. Leitungsorganen der Zielgesellschaft deutlich schwieriger als in den USA oder Großbritannien.¹³⁹³ Daher kann man wohl zutreffend festhalten, daß die Zweiteilung der Handlungsorgane in Aufsichtsrat und Vorstand neben den mitbestimmungsrechtlichen Regelungen in Deutschland – im Vergleich zu den USA oder Großbritannien – bereits per se einen Abwehrblock gegen eine „unerwünschte“ Neubesetzung der Organe darstellt. Demgemäß wird vereinzelt die These vertreten, daß für deutsche Zielgesellschaften kein Bedürfnis für entsprechende statutarische Erschwernisse besteht.¹³⁹⁴

Bei genauerem Hinsehen jedoch bietet das System des zweistufigen „Boards“ keinen hinreichend effektiven Schutz gegen feindliche Übernahmen. Jedenfalls ist diesbezüglich noch genug Raum für Modifizierungen durch spezielle Regelungen in der Satzung des potentiellen Zielunternehmens.

b) Aufsichtsrat

Um die Zielgesellschaft zu kontrollieren, muß der Bieter die Kontrolle über den Vorstand erlangen. Dem Aufsichtsrat können nach zwingender Gesetzesvorschrift in § 111 IV 1 AktG keine Geschäftsführungsmaßnahmen übertragen werden. Der Aufsichtsrat ist zwar wie der Vorstand Handlungsorgan der Gesellschaft, hat aber im Gegensatz zu diesem keine Leitungs- sondern lediglich Überwachungsfunktion. Er hat die Geschäftsführung (durch den Vorstand) nur zu überwachen. Gemäß § 84 I 1, II AktG bestellt jedoch der Aufsichtsrat die Vorstandsmitglieder und gegebenenfalls den Vorsitzenden des Vorstands. Ebenso obliegt dem Aufsichtsrat der Widerruf dieser Bestellungen gemäß § 84 III 1 AktG. Eine Umgehung des Aufsichtsrates ist dabei ausgeschlossen. Folglich hat der Kontrolle des Vorstandes zwingend eine Beherrschung des Aufsichtsrates seitens des Bieters voranzugehen.

aa) Qualifizierte Mehrheit für die Abwahl

Der Übernehmer kann grundsätzlich gemäß § 122 I AktG vom Vorstand die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen, als deren Zweck er die Abberufung der amtierenden Aufsichtsratsmitglieder und zugleich die Neubesetzung der dadurch vakant werdenden Aufsichtsratspositionen benennt.¹³⁹⁵

bieten.“ (!) Hierzu sei angemerkt, daß im präventiven Bereich kaum ein Verteidigungsinstrument ohne Ergänzung oder Änderung der Satzung auskommt.

¹³⁹³ Vgl. hierzu MICHALSKI, AG 1997, 152, 156 (FN 65) mit Hinweis auf das dortige „one-tier-board System“ und w.N.

¹³⁹⁴ So etwa HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 188, die dies mit der im Vergleich zum amerikanischen One-tier-board sehr viel schwierigeren Neubesetzung der Organe einer deutschen Aktiengesellschaft begründen; ebenso MICHALSKI, AG 1997, 152, 156.

¹³⁹⁵ Vgl. WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2313.

Dies setzt jedoch die Abberufbarkeit nach § 103 AktG voraus. Die Abwahl eines von der Hauptversammlung gewählten Aufsichtsrates wird durch § 103 I AktG geregelt.¹³⁹⁶ Die Abwahl kann danach – ohne wichtigen Grund – durch Beschluß einer Mehrheit erfolgen, „die mindestens drei Viertel der abgegebenen Stimmen umfaßt“ (§ 103 I 2 AktG). Hier sollte man also darauf achten, daß die qualifizierte Mehrheit nicht – wie in der Praxis häufig¹³⁹⁷ – formularmäßig abgedungen¹³⁹⁸ wird. Dies führt sonst dazu, daß der Übernehmer bereits mit einer 51 %-igen Beteiligung die ganze Anteilseignerseite des Aufsichtsrates, also auch die Mandate besetzen kann, die sich ansonsten noch der 49 %-igen Minderheitsbeteiligung verpflichtet fühlen.¹³⁹⁹

Zur Abwehr einer Übernahme könnte vielmehr erwogen werden, diese für die Abwahl erforderliche 75 %-Mehrheit noch zu erhöhen. Damit sinkt freilich die Grenze für die Sperrminorität ab. Somit ist es möglich, mit denkbar kleinen Kapitalbeteiligungen ein Vetorecht bei Abberufung einzelner Aufsichtsratsmitglieder auszuüben. Die Zulässigkeit einer Erhöhung der gesetzlichen $\frac{3}{4}$ -Mehrheit ist dann fraglich, wenn der Vorstand oder Aufsichtsrat¹⁴⁰⁰ über das dann entscheidende Aktienpaket verfügt, um Mehrheitsentscheidungen zu blockieren. Denkbar sind dann Verstöße gegen das Verbot der Verwaltungsautonomie.¹⁴⁰¹

Gemäß § 103 I 3 AktG kann die Satzung neben einer höheren Mehrheit auch noch weitere Erfordernisse bestimmen. Die Satzung muß aber für die Abberufung aller von der Hauptversammlung gewählter Aufsichtsratsmitglieder die gleiche Mehrheit und die gleichen weiteren Erfordernisse vorsehen.¹⁴⁰² Unzulässig ist nach h.M. auch eine Differenzierung dergestalt, daß eine geringere Mehrheit ausreicht, wenn ein wichtiger Grund vorliegt.¹⁴⁰³

Wegen des Gleichgewichtes in einem paritätisch mitbestimmten Aufsichtsrat, aber auch in einem Aufsichtsrat mit $\frac{1}{3}$ Arbeitnehmervertreter, kann es für die Beherrschung der Gesellschaft von entscheidender Bedeutung sein, ob man die ganze Anteilseignerseite im Aufsichtsrat besetzen kann. Fehlt in einem paritätisch mitbestimmten Aufsichtsrat auch nur eine Anteilseignerstimme, kann eine Vorstandspersonalentscheidung gegen die Arbeitnehmerseite nicht mehr erfolgen.¹⁴⁰⁴

¹³⁹⁶ Zur Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds, das aufgrund der Satzung in den Aufsichtsrat entsandt ist, siehe § 103 II AktG und sogleich *sub ee*). Zur Abberufung eines Aufsichtsratsmitgliedes durch gerichtlichen Beschluß auf Antrag des Aufsichtsrates siehe § 103 III AktG und sogleich *sub dd*) (1).

¹³⁹⁷ Beispiele sind die Mannesmann-, DaimlerChrysler- und die Commerzbank AG; vgl. auch SÜNNER in FS Quack, S. 457, 461 (FN 21); vgl. auch PELTZER, ZfgK 1988, 577, 580.

¹³⁹⁸ Die Regelung in § 103 I 3 AktG läßt dies zu.

¹³⁹⁹ PELTZER, ZfgK 1988, 577, 580 unter Anführung des Falles der Harpener AG.

¹⁴⁰⁰ Ein betroffenes Aufsichtsratsmitglied, das auch Aktionär ist, darf mitstimmen, HÜFFER, § 193 RN 4.

¹⁴⁰¹ WEISNER, S. 227.

¹⁴⁰² HÜFFER, § 103 RN 4. Eine unterschiedliche Behandlung der Aufsichtsratsmitglieder verstößt gegen das Prinzip gleichwertiger Amtsstellung und ist unzulässig, BGHZ 99, 211, 215 f.

¹⁴⁰³ HÜFFER, § 103 RN 4 m.w.N.

¹⁴⁰⁴ PELTZER, ZfgK 1988, 577, 582.

bb) Wahlmodus für die Wahl der Aufsichtsräte in der Hauptversammlung, § 133 AktG

Grundsätzlich wird der Aufsichtsrat gemäß §§ 101 I 1, 133 I AktG mit einfacher Stimmenmehrheit gewählt. Es ist jedoch möglich, diese Mehrheitserfordernisse zu verändern, also zu erhöhen oder zu verringern. Gemäß § 133 I AktG gilt für Hauptversammlungsbeschlüsse der Grundsatz der einfachen Stimmenmehrheit. Gemäß § 133 II AktG kann die Satzung für Wahlen jedoch andere Bestimmungen treffen. Mithin ist es nach allgemeiner Meinung denkbar, das Mindesterfordernis einer einfachen (absoluten) Mehrheit zu unterschreiten, so daß auch eine relative Mehrheit genügt.¹⁴⁰⁵

Umstritten ist in der Literatur die Einführung eines Verhältniswahlrechts¹⁴⁰⁶, wonach sich u.U. auch Minderheiten in der Hauptversammlung im Aufsichtsrat Sitze sichern können. Dabei läßt die Satzung eine relative Mehrheit ausreichen und sieht zudem einen Wahlmodus vor, wonach mit jeder Stimme jeweils nur für einen Kandidaten gestimmt werden kann und die Kandidaten mit den (relativ) höchsten Stimmen als gewählt gelten.¹⁴⁰⁷ Vorbehaltlich ihrer Zulässigkeit kollidiert die Wirksamkeit dieser Methode ohnehin insoweit mit der Einrichtung von zeitlich gestaffelten Amtszeiten der Aufsichtsräte, als der Effekt eines Verhältniswahlrechts um so größer ist, je größer die Anzahl der *gleichzeitig* zur Wahl stehenden Aufsichtsratsmandate ist.

cc) Festlegung einer Höchstzahl der Aufsichtsratsmitglieder

In der Satzung kann eine zahlenmäßige Höchstbegrenzung der zu vergebenden Aufsichtsratsmandate festgeschrieben werden, § 95 S. 2 AktG. Dadurch kann verhindert werden, daß der Bieter neue Aufsichtsräte bestellt, ohne vorher „alte“ in gleichem Umfang abberufen zu müssen. Schließlich kann allein mittels Vergrößerung des Aufsichtsrates und Besetzung der neuen Aufsichtsratsposten an Personen aus dem Lager des Bieters eine deutliche Stärkung seiner Position in diesem Gremium bis hin zur Mehrheit entstehen. Dabei sind freilich die absoluten gesetzlichen Obergrenzen¹⁴⁰⁸ von – je nach Höhe des Grundkapitals – 9 (bis 1,5 Mio. €), 15 (über 1,5 Mio. €) bzw. 21 (über 10 Mio. €) Aufsichtsratsmitgliedern zu beachten. Der Übernehmer kann später grundsätzlich die Zahl wieder reduzieren, aber sich damit nicht gleichzeitig bestimmter Aufsichtsratsmitglieder entledigen.¹⁴⁰⁹

¹⁴⁰⁵ HÜFFER, § 101 RN 4 sowie § 133 RN 33 je m.w.N.

¹⁴⁰⁶ Eine Verhältniswahl darf die Satzung nach h.M. jedoch nicht vorsehen, vgl. die Nachweise bei HÜFFER, § 101 RN 4 sowie § 133 RN 33, der jedoch mit ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 133 RN 94 und SEMLER in Münchner Handbuch AG, § 39 RN 76 anderer Ansicht ist.

¹⁴⁰⁷ PELTZER (ZfgK 1988, 577, 582) illustriert die Wirkungen anhand folgendem Zahlenbeispiel: Ein Übernehmer hat 60 % des Kapitals, es sind 6 Anteilseignervertreter zu wählen; dann wird der Übernehmer seine Stimmen auf 4 Kandidaten je 15 % verteilen, die damit gewählt sind. Die Minderheit kann dann noch zwei Kandidaten bestimmen. Im Falle des Votums für fünf Kandidaten zu je 12 % könnte die Minderheit theoretisch gar drei Kandidaten mit je 13 ⅓ % wählen.

¹⁴⁰⁸ Siehe § 95 S. 4 AktG.

¹⁴⁰⁹ Eine Reduktion der Mitgliederzahl ist vielmehr erst in dem Zeitpunkt der nächsten Wahl, also nach Ablauf der ordentlichen Wahlperiode möglich, MERTENS in Kölner Kommentar, § 95 RN 23; nach a.A. soll gar das Amt aller Aufsichtsratsmitglieder mit Beendigung der nächsten Hauptversammlung erlöschen, MEYER-LANDRUT in Großkommentar, § 95 RN 3.

dd) Staffelung der Amtszeiten (Staggered Board)¹⁴¹⁰

Das sog. staggered or classified board ist ein in den USA weit verbreitetes Verfahren.¹⁴¹¹

(1) Wirkungsweise der Maßnahme

Will der unerwünschte Bieter den Aufsichtsrat mit Personen seines Vertrauens besetzen, so ist dies nur möglich, wenn noch zusätzliche Mitglieder bestellt werden können, weil entweder die satzungsmäßige oder gesetzliche Höchstzahl der Aufsichtsratsmitglieder noch nicht ausgeschöpft ist, oder wenn er den Ablauf der Amtszeit von bisherigen Mitgliedern abwartet.

Ansonsten bleibt nur noch die Möglichkeit der Abberufung (alter) Aufsichtsratsmitglieder vor Ablauf deren Amtszeit. Die von der Hauptversammlung gewählten Aufsichtsratsmitglieder können vor Ablauf deren Amtszeit von der Hauptversammlung auch wieder abberufen werden. Allerdings bedarf die Abberufung gemäß § 103 I 2 AktG eines Beschlusses der Hauptversammlung mit einer gesetzlichen Mehrheit von $\frac{3}{4}$ der abgegebenen Stimmen. Die Abwahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ist dem Übernehmer schon aufgrund mitbestimmungsrechtlicher Regelungen unmöglich.¹⁴¹²

Schließlich können einzelne Aufsichtsratsmitglieder noch durch gerichtlichen Beschluß abberufen werden, wenn in deren Person ein wichtiger Grund vorliegt.¹⁴¹³ Voraussetzung für eine Entscheidung des Gerichtes ist eine aufgrund einfacher Mehrheit im Aufsichtsrat beschlossene Antragstellung.¹⁴¹⁴

Eine Staffelung der Amtszeiten der einzelnen Mitglieder des Aufsichtsrates bewirkt nun, daß u.U. zu keinem Zeitpunkt mehrere¹⁴¹⁵ oder gar sämtliche Aufsichtsratsmitglieder durch Ablauf der Amtszeit aus dem Organ ausscheiden. Für diesen Fall nämlich braucht der unerwünschte Bieter gegebenenfalls keine oder entsprechend weniger Aufsichtsratsmitglieder vorzeitig

¹⁴¹⁰ Vgl. hierzu auch ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 137 f.

¹⁴¹¹ Die Maßnahme gilt als eine der am meist verwandten im Bereich der Strukturveränderungen des Managements, HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 188 (FN 80); vgl. hierzu auch die detaillierten Angaben bei WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2312 f.

¹⁴¹² Vgl. § 103 IV AktG i.V.m. den §§ 23 MitbestG, 11 II Montan-MitbestG, 76 BetrVG 1952. Die Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmerseite können ausschließlich von deren Wählern vorzeitig abberufen werden. Der Beschluß bedarf in allen dafür zuständigen Gremien jeweils $\frac{3}{4}$ der abgegebenen Stimmen. Eine Besonderheit besteht bei der montanmitbestimmten Aktiengesellschaft. Dort beruft die Hauptversammlung (!) – ebenfalls mit einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit der abgegebenen Stimmen – auch die Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmerseite ab, wenn ein entsprechender Vorschlag deren ursprünglicher Wähler (Betriebsräte der Betriebe des Unternehmens) ergeht, vgl. § 11 II, I Montan-MitbestG i.V.m. § 103 I AktG. Damit verbleibt letztlich aber auch für diese Fälle das Initiativrecht für die Abberufung der Arbeitnehmeraufsichtsräte bei der Arbeitnehmerseite. Detaillierter zu den Abwählvorgängen, mit Unterscheidung für die kleine und die große Aktiengesellschaft, HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 188.

¹⁴¹³ § 103 III 1 AktG.

¹⁴¹⁴ § 103 III 2 AktG. Im Falle von Aufsichtsratsmitgliedern aufgrund eines Entsendungsrechtes gemäß § 103 II AktG können gemäß § 103 III 3 AktG auch Aktionäre, die mindestens einen Anteil am Grundkapital i.H.v. entweder 1 Mio. € oder 10 % halten, den Antrag stellen.

¹⁴¹⁵ Bei einem Aufsichtsrat von mehr als fünf Mitgliedern mit jeweils einer Laufzeit von fünf Jahren beginnt sich freilich das zweite Amtszeitende des erstbestellten und das erste Amtszeitende des sechsten Mitglieds im 10. Jahr zu decken.

abberufen. Durch die Staffelung der Amtszeiten ergibt sich ein zeitlich gefächelter Wiederbestellungszyklus, wodurch der unerwünschte Bieter nicht den Moment abpassen kann, in dem die ganze Anteilseignerseite zur Wiederwahl ansteht.¹⁴¹⁶ Eine Staffelung der Amtszeiten kollidiert auch nicht mit den Vorschriften über die Entlastung der Organe (§ 120 AktG).¹⁴¹⁷

(2) Implementierung

Üblicherweise wird in deutschen Aktiengesellschaften die Amtszeit der gesamten Anteilseignerseite des Aufsichtsrates gleich lang festgesetzt. Zwar schreibt § 102 AktG eine zeitliche Höchstbegrenzung für die Bestellung vor, jedoch gilt eine kürzere Bestellzeit als zulässig. Indem man für einen Teil der Anteilseignerseite (zunächst) kürzere Amtszeiten bestimmt, kommt man zu einem zwei- oder dreigefächerten Wiederbestellungszyklus. Typischerweise wird die Amtszeit jeweils eines Drittels der Aufsichtsratsmitglieder auf drei Jahre festgelegt, wodurch jedes Jahr nur $\frac{1}{3}$ der Aufsichtsratsmitglieder ausgetauscht werden können. Nach Auslaufen der jeweiligen kürzeren Amtszeiten der einzelnen Aufsichtsräte kann sodann die Bestellung immer für die Höchstdauer vorgenommen werden.

ee) Entsendungsrechte einzelner Aktionäre, § 101 II AktG

Die Satzung kann gemäß § 101 II 1 AktG bestimmten Aktionären oder Inhabern bestimmter vinkulierter Namensaktien¹⁴¹⁸ das Recht zur Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern verleihen.¹⁴¹⁹ Die Gesamtzahl der auf diese Weise entsandten Mitglieder im Aufsichtsrat darf gemäß § 101 II 4 AktG höchstens $\frac{1}{3}$ der Anteilseignerseite umfassen. Daher ist die Einräumung von Entsendungsrechten nicht möglich bei einem Dreier-Aufsichtsrat mit zwei Anteilseignervertretern.¹⁴²⁰

Die Abberufung eines nach § 101 II AktG entsandten Aufsichtsratsmitglieds kann zwar jederzeit, aber gemäß § 103 II AktG nur mit Zustimmung durch den Entsendungsberechtigten erfolgen.¹⁴²¹ Daher bietet sich auch die Aufnahme von ggf. weiteren Sonderentsendungsrechten in die Satzung an.¹⁴²²

Die Tauglichkeit als Abwehrinstrument gegenüber einem unerwünschten Bieter hängt freilich entscheidend davon ab, wer der Entsendungsberechtigte ist, weil dieser allein entscheidet, wen er entsendet.

¹⁴¹⁶ PELTZER, ZfgK 1988, 577, 580.

¹⁴¹⁷ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2313.

¹⁴¹⁸ Vgl. § 101 II 2 AktG, wonach nur Inhabern von Namensaktien das Entsendungsrecht eingeräumt werden kann und deren Übertragung an die Zustimmung der Gesellschaft (Vinkulierung) gebunden ist.

¹⁴¹⁹ Das Entsendungsrecht kann auch einer Aktionärsgruppe eingeräumt werden.

¹⁴²⁰ PELTZER, ZfgK 1988, 577, 582. Solche kleinen Aufsichtsräte kommen aber in der Praxis, besonders bei kleineren und mittleren Aktiengesellschaften, häufiger vor.

¹⁴²¹ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2313.

¹⁴²² Sind jedoch die satzungsgemäßen Voraussetzungen des Entsendungsrechtes weggefallen, so kann die Hauptversammlung das entsandte Mitglied mit einfacher Mehrheit abberufen, § 103 II 2 AktG. Dies kann z.B. der Fall sein, wenn das Entsendungsrecht mit dem Besitz bestimmter Aktien verknüpft ist (§ 101 II 1 Alt. 2 AktG) und der Entsendungsberechtigte seine Aktien veräußert hat, vgl. HÜFFER, § 103 RN 8.

Entsendungsrechte sind jedoch in der Praxis nicht sehr häufig, weil der Entsendungsberechtigte bei dem entsendungsunterworfenen Unternehmen eine gewisse Sonderstellung erlangt, die das Unternehmen in seiner Selbständigkeit einschränkt.¹⁴²³

ff) Festschreibung besonderer persönlicher Voraussetzungen für Aufsichtsratsmitglieder

Gemäß § 101 IV AktG kann die Satzung für Mitglieder des Aufsichtsrates über die gesetzlichen Voraussetzungen gemäß § 101 I, II und III AktG hinaus besondere persönliche Voraussetzungen in der Person des jeweils zu bestellenden Aufsichtsratsmitgliedes vorsehen.¹⁴²⁴

Zulässig ist die Aufstellung solcher besonderer Anforderungen nur, wenn die Hauptversammlung ohne Bindung an Wahlvorschläge wählt oder Aufsichtsratsmitglieder aufgrund der Satzung entsandt werden. Nicht zulässig ist die Aufstellung solcher persönlicher Anforderungen für Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmer.¹⁴²⁵

Die inhaltliche Konkretisierung ist begrenzt durch den Grundsatz, daß die freie Auswahl durch die Hauptversammlung gewährleistet bleibt. Damit soll verhindert werden, daß mittels Festschreibung besonderer persönlicher Anforderungen für Aufsichtsratsmitglieder eine faktische Einführung eines Entsendungsrechtes ohne satzungsmäßige Fixierung stattfindet. Daran wird im wesentlichen die Zulässigkeit der einzelnen Anforderungsprofile gemessen. Unproblematisch sind die Aktionärseigenschaft und die deutsche Staatsbürgerschaft oder „geordnete Vermögensverhältnisse“. Zweifelhaft ist die Festschreibung einer bestimmten Familienzugehörigkeit.¹⁴²⁶

Insgesamt darf man einer Qualifizierung der Aufsichtsratsmitglieder mittels persönlicher Voraussetzungen daher keine besonders große Bedeutung beimessen. Sind die Anforderungen zu hoch, können sich Probleme mit der rechtlichen Zulässigkeit ergeben und es kann faktisch schwer werden, unter den gewünschten Amtsträgern geeignete Personen zu finden. Sind die Anforderungen jedoch entsprechend niedriger, bleibt ein echtes Hemmnis auch für den unerwünschten Übernehmer in der Regel aus.

gg) Zwischenergebnis: Besetzungsstrategien für den Aufsichtsrat

Um einem unerwünschten Bieter nach erfolgter Mehrheitsbeteiligung und Erlangung der Kontrolle in der Hauptversammlung, die Besetzung des Aufsichtsrates zu erschweren, sind mehrere Modifizierungen des Verfahrens zur Vergabe der einzelnen Mandate möglich. Die Satzung sollte die gesetzlich vorgesehene qualifizierte Mehrheit für die Abwahl der Aufsichtsratsmitglieder nicht abbedingen, sondern gegebenenfalls sogar erhöhen. Der Modus in der Hauptversammlung für die Wahl der Aufsichtsräte sollte durch Festlegung von höheren

¹⁴²³ SÜNNER in FS Quack, S. 457, 461 (FN 23). – Andere Einschätzung von PELTZER, ZfgK 1988, 577, 582.

¹⁴²⁴ Besondere persönliche Voraussetzungen sind in der Praxis bei börsennotierten Gesellschaften selten, ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 140 m.w.N.

¹⁴²⁵ Dies würde eine Beeinträchtigung der Wahlfreiheit der Arbeitnehmer bedeuten und wäre unzulässig, vgl. HÜFFER, § 100 RN 10 unter Hinweis auf BGHZ 39, 116, 122 f.

¹⁴²⁶ HÜFFER, § 100 RN 9 m.w.N.

Mehrheiten oder gegebenenfalls durch Einführung eines Verhältniswahlrechtes modifiziert werden. In letzterem Falle muß – vorbehaltlich der grundsätzlichen Zulässigkeit¹⁴²⁷ – allerdings berücksichtigt werden, daß die Wirkung bei gleichzeitiger Staffelung der Amtszeiten für die Aufsichtsratsmitglieder stark eingeschränkt ist. Um zu verhindern, daß ein Übernehmer zusätzliche Aufsichtsratsmitglieder in den Aufsichtsrat wählt, sollte eine Höchstzahl der Aufsichtsratsmitglieder festgelegt werden. Schließlich können noch zugunsten willkommener Aktionäre Sonderentsenderechte in den Aufsichtsrat vereinbart werden. Die Festschreibung besonderer persönlicher Merkmale für die Mandatsträger im Aufsichtsrat hat für die Abwehrstrategie nur untergeordnete Bedeutung.

c) Vorstand

Wie soeben dargestellt wurde, wird der Vorstand gemäß § 84 I 1 AktG ausschließlich durch den Aufsichtsrat bestellt. Eine Voraussetzung zur Neubesetzung des Vorstandes besteht also in der Kontrolle des Aufsichtsrates. Der Aufsichtsrat ist das für eine Abberufung und Bestellung der Vorstandsmitglieder zuständige Organ.

Eine Kontrolle des Aufsichtsrates hat der Bieter bereits erlangt, sobald er die Anteilseignerseite im Aufsichtsrat vollständig kontrolliert. Offensichtlich ist dies für nicht mitbestimmte Gesellschaften oder solche die unter das BetrVG 1952 fallen.¹⁴²⁸

Aber auch bei gemäß § 7 MitbestG paritätisch besetztem Aufsichtsrat¹⁴²⁹ bleibt letztlich nur eine zeitliche Verzögerung für die Abberufung des amtierenden Vorstandes gemäß § 84 AktG. Wenn der Übernehmer auf den Widerstand der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat stößt, ist zunächst eine Abberufung nicht möglich, weil gemäß § 31 II i.V.m. V MitbestG im Aufsichtsrat mindestens eine zwei Drittel-Mehrheit für die Bestellung und den Widerruf des Vorstandes erforderlich ist.¹⁴³⁰ Nach Ablauf einer einmonatigen Frist kann der Übernehmer jedoch nach § 31 III, IV i.V.m. V MitbestG den amtierenden Vorstand mit einfacher Mehrheit im Aufsichtsrat abberufen und entsprechend auch einen neuen Vorstand bestellen.¹⁴³¹

Die einfache Mehrheit ist dabei grundsätzlich auf Anteilseignerseite, weil im Falle einer Pattsituation des paritätisch besetzten Gremiums der Aufsichtsratsvorsitzende gemäß § 31 IV 1 MitbestG zwei Stimmen hat.¹⁴³² Vorausgesetzt, der Übernehmer erreicht in der Hauptversammlung die in der Satzung festgelegte Stimmenmehrheit, so beträgt der zu kalkulierende Zeitbedarf zur Beseitigung und Ersetzung bestehender Kontrollstrukturen vom Zeitpunkt des erfolgreichen Mehrheitserwerbs an ca. drei Monate:¹⁴³³ einen Monat bis zum Tag

¹⁴²⁷ Die h.M. hält die Einführung eines Verhältniswahlrechts für unzulässig, siehe hierzu bereits oben *sub bb*).

¹⁴²⁸ Weil hier die Arbeitnehmer nur ein Drittel der Aufsichtsratsmandate beanspruchen können.

¹⁴²⁹ Für die Gesellschaften, die unter das Mitbestimmungsgesetz fallen, vgl. § 1 MitbestG. Die Arbeitnehmervertreter kann der Übernehmer in der Hauptversammlung nicht abberufen, hierzu sind nur die Entsendungsberechtigten befugt (§ 23 MitbestG).

¹⁴³⁰ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2314.

¹⁴³¹ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2314.

¹⁴³² Den Aufsichtsratsvorsitzenden stellt i.d.R. die Anteilseignerseite, vgl. § 27 II MitbestG.

¹⁴³³ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2314.

der von ihm über § 122 AktG einberufenen Hauptversammlung, in der die neuen Aktionärsvertreter im Aufsichtsrat bestellt werden; einen weiteren Monat zur Abberufung der amtierenden Vorstandsmitglieder gegen den zu erwartenden Willen der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und schließlich einen letzten Monat zur Bestellung der neuen, vom Übernehmer gewünschten Vorstandsmitglieder.¹⁴³⁴

Dennoch sind auch nach Beherrschung des Aufsichtsrates grundsätzlich noch einige Hürden auf dem Weg zur Kontrolle des Vorstandes denkbar.

aa) Modifizierung der Mehrheitserfordernisse für Beschlüsse des Aufsichtsrates

Gemäß § 108 I AktG entscheidet der Aufsichtsrat durch Beschluß. Ein positiver Beschluß liegt nur vor, wenn ein entsprechender Beschlußantrag die Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefunden hat.¹⁴³⁵ Es genügt die einfache Stimmenmehrheit. Die Satzung kann jedoch grundsätzlich abweichende Mehrheitserfordernisse vorsehen.¹⁴³⁶ Dies gilt jedoch nicht für Entscheidungen, die der Aufsichtsrat kraft Gesetzes zu treffen hat. Insbesondere kann die Satzung z. B. für den Widerruf und die Bestellung von Vorstandsmitgliedern – außerhalb von § 31 II-V MitbestG¹⁴³⁷ – keine qualifizierte Mehrheit vorschreiben. § 108 I AktG gilt insoweit als abschließend.¹⁴³⁸ Die Satzung kann zwar immerhin vorsehen, daß der Aufsichtsratsvorsitzende oder sein Stellvertreter bei Stimmgleichheit das Recht zum Stichentscheid hat,¹⁴³⁹ jedoch kann dies keine verlässliche Verteidigungswirkung gegen die unerwünschte Kontrollübernahme im Aufsichtsrat entfalten und kann sogar gegenteilige Wirkung haben.

bb) Abberufung der Vorstandsmitglieder, § 84 I AktG

Während der laufenden Amtszeit des einzelnen Vorstandsmitglieds kann dieses gemäß § 84 III AktG nur aus wichtigem Grund abberufen werden. § 84 III 2 AktG führt beispielhaft¹⁴⁴⁰ als wichtige Gründe grobe Pflichtverletzung, Unfähigkeit oder den Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung an. Besonders interessant für die vorliegende Untersuchung erscheint die letztgenannte Fallgruppe. Nach objektiven Maßstäben liegen die anderen beiden Fallgruppen allein in der Sphäre und Beherrschung der betroffenen Vorstandsmitglieder. Im Falle eines Mißtrauensvotums durch die Hauptversammlung ist dies gerade nicht der Fall. Gemäß § 84 III 2 AktG darf in keiner der Fallgruppen das Vertrauen aus offenbar unsachlichen Gründen entzogen werden.¹⁴⁴¹ Ein entsprechender Vertrauensentzug darf nicht rechtsmißbräuchlich sein. Jedoch setzt ein rechtmäßiger Vertrauensentzug nicht zwingend ein schuldhaftes Verhal-

¹⁴³⁴ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2314; vgl. hierzu im einzelnen § 31 II MitbestG, wo die Bestellung und gemäß § 31 V MitbestG auch der Widerruf des Vorstandes speziell für die von § 1 MitbestG erfaßten Unternehmen geregelt ist.

¹⁴³⁵ HÜFFER, § 108 RN 6.

¹⁴³⁶ HÜFFER, § 108 RN 7.

¹⁴³⁷ So für Gesellschaften mit paritätisch besetztem Aufsichtsrat, vgl. § 1 MitbestG.

¹⁴³⁸ HÜFFER, § 108 RN 8.

¹⁴³⁹ Unzulässig ist jedoch ein Vetorecht, HÜFFER, § 108 RN 8 m.w.N.

¹⁴⁴⁰ Die Aufzählung ist nicht enumerativ, sondern soll nur Beispiele anführen, vgl. HÜFFER, § 84 RN 27.

¹⁴⁴¹ § 84 III 2 AktG a.E.

ten des jeweiligen Organmitglieds voraus.¹⁴⁴² Ein wichtiger Grund allerdings kann auch mit unsachlichen Motiven durch ein Mißtrauensvotum in der Hauptversammlung „konstruiert“ werden.¹⁴⁴³ Der Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung bedarf keiner näheren Begründung und auch hierbei muß bei dem einzelnen Vorstandsmitglied keine (individuelle) Vorwerfbarkeit vorliegen.¹⁴⁴⁴

In jedem Falle ist für einen Vertrauensentzug ein Beschluß der Hauptversammlung erforderlich.¹⁴⁴⁵ Dennoch verbleibt die Entscheidung über die Abberufung beim Aufsichtsrat.¹⁴⁴⁶ Das heißt, die Abberufung des amtierenden Vorstandes steht weiterhin im (pflichtgemäßen) Ermessen des Aufsichtsrates.¹⁴⁴⁷ Die Satzung darf jedoch nicht für die Abberufung oder Neubesetzung des Vorstandes eine qualifizierte Mehrheit im Aufsichtsrat festschreiben.¹⁴⁴⁸

Im Zusammenhang mit der vorzeitigen Abberufung von Vorstandsmitgliedern muß auch die Unabhängigkeit der Organstellung von dem korrespondierenden Anstellungsvertrag bedacht werden. Durch die hier angesprochene Abberufung verliert das einzelne Vorstandsmitglied – im Gegensatz zum Aufsichtsrat – lediglich seine Organstellung.¹⁴⁴⁹ Der Anstellungsvertrag bleibt davon grundsätzlich unberührt: Gemäß § 84 III 5 AktG gelten für die Ansprüche aus dem Anstellungsvertrag die allgemeinen Vorschriften. Damit kann für die Gesellschaft immerhin eine unter Umständen recht erhebliche finanzielle Verpflichtung verbleiben, die neben der Vergütung für die neu bestellten Vorstandsmitglieder aufzubringen ist.

Im Ergebnis sind keine Modifizierungen ersichtlich, die eine Abberufung der Vorstandsmitglieder vor Ablauf ihrer Amtszeit erschweren können. Gemäß § 84 III 4 AktG bleibt insbesondere der Widerruf wirksam, bis seine Unwirksamkeit rechtskräftig festgestellt ist.¹⁴⁵⁰ Etwas eingelegte Rechtsmittel, die sich gegen das Vorliegen eines wichtigen Grundes wenden, haben also keinen Suspensiveffekt.

cc) Festlegung der Zahl der Vorstandsmitglieder und Vetorechte einzelner Vorstandsmitglieder

Zwar sind keine geeigneten Modifizierungen möglich, die eine vorzeitige Abberufung der Vorstandsmitglieder erschweren könnten, jedoch kann verhindert werden, daß die Mehrheitsverhältnisse im Vorstand verändert werden, ohne daß überhaupt bisherige Vorstandsmitglieder abberufen werden müssen. Zu diesem Zweck sollte die Zahl der Vorstandsmitglieder in

¹⁴⁴² HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 188 m.w.N.

¹⁴⁴³ Vgl. PELTZER, ZfgK 1988, 577, 582.

¹⁴⁴⁴ HÜFFER, § 84 RN 29.

¹⁴⁴⁵ HÜFFER, § 84 RN 30.

¹⁴⁴⁶ Vgl. § 84 III 1 AktG.

¹⁴⁴⁷ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2313.

¹⁴⁴⁸ Vgl. MERTENS in Kölner Kommentar, § 84 RN 9; siehe zur Erhöhung der erforderlichen Mehrheiten für Beschlüsse des Aufsichtsrates bereits soeben *sub b) aa*).

¹⁴⁴⁹ Nach Abberufung verliert das einzelne Aufsichtsratsmitglied mit dem Amtsende gleichzeitig auch seine persönlichen Ansprüche, insbesondere die auf Vergütung, allg. M., HÜFFER, § 103 RN 6.

¹⁴⁵⁰ Insoweit ist das betroffene Vorstandsmitglied darlegungs- und beweispflichtig, daß offenbar unsachliche Gründe zum Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung geführt haben.

der Satzung festgelegt werden.¹⁴⁵¹ Dann nämlich muß der unerwünschte Bieter vorher noch den alten Vorstand abberufen und kann den Vorstand nicht erweitern, um so mit Mandatsträgern seines Vertrauens die Kontrolle im Vorstand zu übernehmen.

Zuletzt besteht schließlich nach h.M. noch die Möglichkeit, nach § 77 AktG für bestimmte Vorstandsmitglieder Vetorechte einzuräumen, womit diese eine Mehrheitsentscheidung – auch endgültig – blockieren können.¹⁴⁵²

d) Schwachstellen, Umgehungsmöglichkeiten und Gesamtbewertung

Ist die Restlaufzeit der Amtsperiode eines Organmitglieds nur noch kurz oder hat dieses kein Interesse mehr an dem Unternehmen, wird es sich nicht mehr auf den ungleichen Kampf mit dem Übernehmer einlassen. Mit hoher Wahrscheinlichkeit läßt es sich die verbleibende Zeit des noch laufenden Dienstvertrages mit einer ggf. stattlichen Abfindung „abkaufen“ und verläßt das Unternehmen freiwillig.¹⁴⁵³

Rollierende Amtszeiten der Aufsichtsratsmitglieder bzw. Vorstandsmitglieder können dazu führen, daß die verbliebenen Amtsträger mit Zeitablauf zunehmend in ihren Gremien in die Defensive geraten.¹⁴⁵⁴

Das Regime des Aktiengesetzes für die Besetzung der Leitungsorgane läßt durchaus noch Raum für Regelungen, die es einem Übernehmer erschweren können, im Aufsichtsrat und schließlich im Vorstand die Kontrolle zu erlangen. Sobald der Übernehmer jedoch den Aufsichtsrat beherrscht, vermögen auch präventive Modifizierungen der Regelungen für die Besetzung des Vorstandes kaum mehr abwehrende Wirkungen zu entfalten. Anders hingegen ist es bei den Regelungen für die Besetzung des Aufsichtsrates: Dort kann durchaus mit Regelungen in der Satzung eine schnelle Beherrschung des Gremiums durch einen Übernehmer, wenn auch kaum verhindert, so doch stark verzögert und behindert werden.¹⁴⁵⁵

¹⁴⁵¹ Vgl. hierzu etwa PELTZER, ZIP 1989, 69, 76.

¹⁴⁵² HÜFFER, § 77 RN 12 m.w.N. Wenn weder die Satzung noch der Aufsichtsrat eine einschlägige Regelung im Hinblick auf die Regelung der Mehrheitsentscheidung im Vorstand getroffen haben, kann auch der Vorstand nach seiner subsidiären Erlaßkompetenz sich selbst eine Geschäftsordnung geben und ein entsprechendes Vetorecht für bestimmte Vorstandsmitglieder vorsehen, vgl. § 77 II AktG sowie HÜFFER, § 77 RN 19 und 12 f. Praktisch wird sich ein solches Vetorecht jedoch im Rahmen der Geschäftsordnung, die sich der Vorstand selbst gibt, selten durchsetzen lassen. Schließlich müssen Beschlüsse des Vorstands über die Geschäftsordnung einstimmig gefaßt werden, § 77 II 3 AktG.

¹⁴⁵³ So auch schon PELTZER, ZfgK 1988, 577, 582.

¹⁴⁵⁴ Vgl. SÜNNER in FS Quack, S. 457, 461 (FN 21); OTTO, DB Beilage 12/1988, 1, 11.

¹⁴⁵⁵ Der Zeitverlust alleine kann jedoch durchaus ein bedeutsamer Faktor für einen potentiellen Übernehmer sein.

IV. Vorkehrungen, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können

1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft limitieren

Maßnahmen, die eine freie Übertragbarkeit von Anteilen an der Gesellschaft verhindern und keines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, sind ausschließlich solche, die an den Motiven eines unerwünschten Erwerbers von Gesellschaftsanteilen ansetzen.

a) Kurspflege, Stimulierung des Aktienkurses durch Investor Relations (IR)

aa) Technische Möglichkeiten der Kurspflege

Wenn auch ein hoher Aktienkurs nicht allein effektiven Schutz gegen feindliche Übernahmen bietet,¹⁴⁵⁶ so ist doch die kontinuierliche Beobachtung und Stimulierung des Aktienkurses im Rahmen eines Verteidigungskonzeptes unentbehrlich. Dabei bedient sich die Gesellschaft befreundeter Kreditinstitute, um im Auftrag und für Rechnung der Gesellschaft mit einer dauerhaften Marktpflege die Aufrechterhaltung der Aktienkurse zu erreichen.¹⁴⁵⁷ Rechtstechnisch liegt dabei ein Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft vor, der an den §§ 71, 71d AktG zu messen ist.¹⁴⁵⁸ In Frage kommt insbesondere der Rückerwerb eigener Aktien *nach* einer entsprechenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung gemäß § 71 I Nr. 8 AktG.¹⁴⁵⁹

Die Durchführung eines Aktiensplit (z.B. im Verhältnis 1/10) führt dazu, daß der Kurs der Aktie kurz vor oder kurz nach dem Split weiter zulegt, weil die Aktie optisch billiger erscheint und daher häufiger gekauft wird. Der Effekt verwässert sich zwar meistens nach einiger Zeit wieder, hebt sich jedoch in aller Regel nicht wieder völlig auf.

bb) Investor Relations

Den größtmöglichen Effekt auf die Kursentwicklung hat jedoch die Kommunikation mit den Aktionären¹⁴⁶⁰, insbesondere im Zeitraum vor einem aktuellen Übernahmeangebot. Es gilt eine

¹⁴⁵⁶ In diese Richtung etwa SCHÄFER, WM 1999, 1345, 1346.

¹⁴⁵⁷ SCHÄFER, WM 1999, 1345, 1346.

¹⁴⁵⁸ SCHÄFER, WM 1999, 1345, 1346.

¹⁴⁵⁹ Zur zulässigen Kursbeeinflussung im einzelnen eingehend WEBER, NZG 2000, 113, 115 f. m.w.N. sowie 122 f.; zu den gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen siehe dort, 126.

¹⁴⁶⁰ Bei vielen Gesellschaften besteht diesbezüglich noch Nachholbedarf: Vor allem bei kleineren Aktiengesellschaften ist die Notwendigkeit, Investor Relations zu betreiben, noch nicht ausreichend verankert. Nach einer Umfrage des DAI aus dem Jahre 1995 hatten knapp 40 % der Befragten, den Stellenwert von IR nur als gering oder gar nicht vorhanden angegeben, VON ROSEN, „Investor Relations – gesetzliche Vorgaben und Erwartungen der Anleger“ (Vortrag vom 11.3.1997 auf der 1. Handelsblatt-Jahrestagung), <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/vortraege/investorrelations.pdf>, S. 2.

möglichst hohe Aktionärsloyalität herbeizuführen und zu bewahren. Dies gelingt am besten dann, wenn die Aktionäre kontinuierlich vom Vorstand und Management angesprochen werden, und nicht erst, wenn der Vorstand im Zuge eines aktuellen Übernahmekampfes auf seine Aktionäre und deren Loyalität angewiesen ist. Was die unternehmerischen Zielvorgaben und Versprechungen angeht,¹⁴⁶¹ so sollten diese freilich immer realistisch sein und ständig gegenüber den Märkten und den Aktionären kommuniziert werden.

Als wichtige Kommunikationsinstrumente kommen zum einen die direkte Ansprache auf eigenen Veranstaltungen, aber auch die Pflege des Geschäftsberichtes und der halbjährlichen Zwischenberichte in Betracht. Dabei sind die Inhalte nicht primär von den gesetzlichen Vorgaben geprägt, sondern es sind die etablierten Anforderungen der Anleger entscheidend. So ist mittlerweile eine Zweitversion in englischer Sprache üblich geworden, und es sind detaillierte Bilanz-, Ertrags-, Mittelzufluß- und Wertschöpfungsrechnungen samt statistischen Anhängen keine Seltenheit.¹⁴⁶² Die Informationsdichte stellt dabei wiederum stark erhöhte Anforderungen an die Übersichtlichkeit.

Ein wesentliches Medium für Investor Relations stellt auch das Internet dar. Dieses bietet eine kostengünstige Chance, die (potentiellen) Aktionäre überall auf der Welt zu erreichen und diesen die Möglichkeit für Anfragen zu bieten.¹⁴⁶³ Fast alle Aktiengesellschaften in Deutschland haben mittlerweile ein Internetangebot und die meisten haben auch separate Investor Relations-Seiten.¹⁴⁶⁴ Vielfach besteht jedoch noch Raum zur Optimierung.¹⁴⁶⁵

Die intensive Pflege der Investor-Relations als zentraler Baustein im Shareholder Value-Konzept dient nicht nur der Kurspflege und der Vorstandsloyalität im Falle eines aktuellen Übernahmeangebots.¹⁴⁶⁶ Im Kontext der Verteidigung gegen feindliche Übernahmen lassen sich auch im Präventivbereich die technischen Abwehrmaßnahmen mit Hilfe der Hauptversammlung leichter implementieren. Dies betrifft nicht nur solche Maßnahmen, die aus rechtlichen Gründen eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen. Vielmehr gewinnen auch diejenigen Maßnahmen, die der Vorstand eigenmächtig implementieren kann – sowohl im Außenverhältnis als auch im Innenverhältnis – deutlich an Glaubwürdigkeit.

Da die Zielgruppen von Investor-Relations höchst heterogen sind, müssen diese mit jeweils spezifischen IR-Maßnahmen angesprochen werden. In der Regel stehen in der Prioritätenskala die Finanzanalysten an oberster Stelle, knapp dahinter folgen die institutionellen Investoren

¹⁴⁶¹ Als Zielvorgaben kommen insbesondere in Betracht: ein schnelles Unternehmenswachstum, die cash-flow-Maximierung und strategische Akquisitionen, wo der Kaufpreis geringer als der Wert einschließlich von Synergien ist. Umgekehrt werden Teile veräußert, wo der Verkaufserlös höher ist als der Wert oder der operative Erlös kleiner ist als die Kapitalkosten.

¹⁴⁶² VON ROSEN, „Investor Relations – gesetzliche Vorgaben und Erwartungen der Anleger“ (Vortrag vom 11.3.1997 auf der 1. Handelsblatt-Jahrestagung), <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/vortraege/investorrelations.pdf>, S. 8.

¹⁴⁶³ VON ROSEN (Hrsg.), Investor Relations im Internet, S. 47.

¹⁴⁶⁴ So eine Erhebung des Deutschen Aktieninstituts (DAI) vom September 2000, VON ROSEN (Hrsg.), Investor Relations im Internet, S. 31.

¹⁴⁶⁵ Dies ist eines der Ergebnisse der Erhebung des Deutschen Aktieninstituts (DAI) vom September 2000, VON ROSEN (Hrsg.), Investor Relations im Internet, S. 47; zur Qualität von IR via Internet siehe auch TIETGENS, FAZ v. 6.3.2000, Sonderbeilage „Börsensegment Neuer Markt“, S. B 26.

¹⁴⁶⁶ Vgl. hierzu FAZ v. 6.3.2000, Sonderbeilage „Börsensegment Neuer Markt“, WEBER, S. B 10: „Mehr als bloße Information.“, PITZER, S. B 13.

und schließlich mit deutlichem Abstand die Privatanleger und Wirtschaftsjournalisten.¹⁴⁶⁷ Dabei ist auch gegenüber Privatanlegern eine gezielte Information und Kommunikation möglich, wenn diese Namensaktionäre sind. In jedem Falle müssen auch im Rahmen der Informationspolitik alle Anleger in zeitlicher und sachlicher Hinsicht gleichberechtigt behandelt werden, um einen Verstoß gegen die §§ 12 ff., 15 WpHG zu vermeiden.¹⁴⁶⁸ Den (ständig steigenden) Anforderungen der Investoren ist unbedingt zu genügen. Zuvorderst muß die Informationsarbeit seitens der Gesellschaft stets absolut glaubwürdig sein. Wenn die Investoren Zweifel an der Aufrichtigkeit oder der Vollständigkeit der Information gewinnen, so kann die zuvor geleistete IR-Arbeit wieder zunichte gemacht werden.¹⁴⁶⁹

Um den Qualitätsanforderungen gerecht zu werden, muß die IR-Arbeit von möglichst fähigen und kompetenten Mitarbeitern geleistet werden, die in den Informationsfluß der Gesellschaft eng eingebunden sind. Dann kann auch schnell auf Anlegeranfragen eingegangen werden. Nachdem auch die Qualität des Managements ein zentrales Kriterium für die abschließende Unternehmensbewertung ist, hat der Vorstand im Rahmen von IR auch eine willkommene Gelegenheit, seine persönlichen Qualitäten zu präsentieren.¹⁴⁷⁰

Die Gelegenheit sollte auch genutzt werden zur Kommunikation der Shareholder Value-Instrumente. Insbesondere kann hierbei die Implementation von Instrumenten wie Kapitalerhöhungen, dem Rückkauf eigener Aktien oder etwa Mitarbeiter- und Managementbeteiligungsmodelle (ESOPs¹⁴⁷¹) kommuniziert werden.

Eine Verzahnung von Investor-Relations mit dem Produktmarketing kann – je nach Eignung der Branche – beide Bereiche gegenseitig befruchten und – im Kontext der Abwehr unerwünschter Übernahmen besonders bedeutsam – möglicherweise eine emotionale Bindung der Adressaten an das Unternehmen fördern.

cc) Kritische Bewertung und Zusammenfassung

Mittels kontinuierlicher Pflege der Beziehung zu den Investoren kann Kurspflege betrieben werden und langfristig eine möglichst enge Bindung der Anleger an die Gesellschaft erfolgen. Durch eine hohe Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum „wahren Unternehmenswert“ werden etliche (unerwünschte) potentielle Übernehmer schon in der Phase der Identifizierung einer geeigneten Zielgesellschaft von dem Vorhaben einer (feindlichen) Übernahme Abstand

¹⁴⁶⁷ VON ROSEN, „Investor Relations – gesetzliche Vorgaben und Erwartungen der Anleger“ (Vortrag vom 11.3.1997 auf der 1. Handelsblatt-Jahrestagung), <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/vortraege/investorrelations.pdf>, S. 2.

¹⁴⁶⁸ Danach sind kursrelevante Tatsachen unverzüglich der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und den Geschäftsführungen der Börsen mitzuteilen und anschließend zu veröffentlichen.

¹⁴⁶⁹ Vgl. VON ROSEN, „Investor Relations – gesetzliche Vorgaben und Erwartungen der Anleger“ (Vortrag vom 11.3.1997 auf der 1. Handelsblatt-Jahrestagung), <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/vortraege/investorrelations.pdf>, S. 5.

¹⁴⁷⁰ Es soll mittlerweile keine Seltenheit mehr sein, daß Vorstandsvorsitzende oder Finanzvorstände im Schnitt einen Wochentag für die Pflege der Investorenbeziehungen aufwenden, vgl. VON ROSEN, „Investor Relations – gesetzliche Vorgaben und Erwartungen der Anleger“ (Vortrag vom 11.3.1997 auf der 1. Handelsblatt-Jahrestagung), <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/vortraege/investorrelations.pdf>, S. 6.

¹⁴⁷¹ Employee Stock Ownership Plans.

nehmen. Ein Allheilmittel gegen feindliche Übernahmen ist indes auch ein hoher Aktienkurs nicht. Dies hat nicht zuletzt das Beispiel der Übernahme der Mannesmann AG bewiesen: Ehe das Übernahmehorhaben durch die Vodafone AirTouch plc. bekannt geworden war, hatte sich der Kurs der Mannesmann-Aktie in den letzten Jahren sogar vervielfacht.

Abgesehen von der Stimulierung des Aktienkurses schafft die kontinuierliche Pflege der Investor Relations in jedem Falle langfristig geeignete Kanäle, um im Falle eines feindlichen Übernahmeangebotes optimalen und glaubwürdigen Kontakt zu den Anlegern und potentiellen Investoren aufzunehmen.

b) Langfristige Bindung von Gesellschaftsmitteln für konkrete Unternehmungen

Werden vom Vorstand die verfügbaren Gesellschaftsmittel weitgehend langfristig für konkrete Geschäftsideen gebunden, so kann dies einen potentiellen Bieter durchaus von seiner Übernahmeabsicht Abstand nehmen lassen, weil dieser im Unternehmen der Zielgesellschaft seine eigenen Strategien mangels freier unternehmerischer Kapazitäten ohnehin nicht verwirklichen könnte. Die Bindung der Gesellschaftsmittel sollte freilich auch die Fremdkapitalressourcen mit einbeziehen. Nach deutschem Aktienrecht ist es zwar unzulässig, daß der Vorstand die Fremdkapitalaufnahme stark erhöht, insbesondere um den Aktionären – etwa nach Bekanntgabe eines unfreundlichen Übernahmeangebotes – eine einmalige Sonderdividende ausschütten zu können.¹⁴⁷²

Selbst wenn man jedoch eine *finale* Verschuldung der Gesellschaft – auch ohne Ausschüttung einer Sonderdividende – für rechtlich zulässig erachtet, so wären in jedem Falle die Auswirkungen auf den Kurs der eigenen Aktie verheerend. Es kommt also eine Bindung der Gesellschaftsmittel nur in Betracht, wenn damit ohnehin unternehmerisch sinnvolle Geschäftsideen verwirklicht werden können.

Befindet sich die Gesellschaft in der seltenen Situation, daß sie eigenwillige Ideen verwirklichen möchte, die insbesondere von potentiellen Bietern nicht geteilt werden, so kann in Einzelfällen durchaus die frühzeitige, irreversible Bindung von Gesellschaftsmitteln potentielle Bieter von einer Übernahme von vornherein abhalten. Als Beispiel kann die Ersteigerung von UMTS-Lizenzen dienen.

¹⁴⁷² Eine solche Ausschüttung würde schon gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 I 1 AktG verstoßen.

c) Kartellrechtlich relevanter Zukauf einer Konkurrenzfirma¹⁴⁷³

Um für den Fall einer späteren Übernahme durch einen unerwünschten Bieter gezielt das Eingreifen der kartellrechtlichen Fusionskontrolle hervorzurufen, kann die Zielgesellschaft bereits im Vorfeld ein geeignetes Unternehmen zukaufen.

aa) Exkurs: Einflußnahme auf das Fusionskontrollverfahren

Freilich wird der Vorstand der Zielgesellschaft auch versuchen, auf eine Untersagung des Zusammenschlusses durch die Kartellbehörden hinzuwirken. Die Möglichkeiten hierzu sind jedoch sehr begrenzt. Dem Baukonzern Holzmann soll es gelungen sein, aufgrund einer aktiven Beteiligung am laufenden Fusionskontrollverfahren durch Übermittlung eigener Marktdaten eine Untersagung des unerwünschten Zusammenschlusses mit der Hochtief AG durch das Bundeskartellamt zu erreichen. Seit der 6. GWB-Novelle muß das Bundeskartellamt gemäß § 40 II 1 GWB auch dann durch eine Verfügung entscheiden, wenn es den Zusammenschluß freigibt.¹⁴⁷⁴ Damit besteht für die Zielgesellschaft als notwendig Verfahrensbeteiligte die verfahrensrechtliche Möglichkeit, gegen Freigabeverfügungen Rechtsmittel einzulegen.¹⁴⁷⁵

Außer einer zeitlichen Verzögerung bringt dieses Verteidigungsgefahren der Zielgesellschaft nichts, wenn nicht materielle Gründe für eine Untersagung des Zusammenschlusses sprechen. Die Hürde der materiell-kartellrechtlichen Zulässigkeit muß der Übernehmer in jedem Falle nehmen.¹⁴⁷⁶ Dies zu erschweren, kann grundsätzlich mittels gesellschaftsrechtlicher Dispositionen versucht werden.

bb) Verteidigungseffekt eines Zukaufes¹⁴⁷⁷

Die Zielgesellschaft erwirbt ganze Unternehmen oder wesentliche Unternehmensbeteiligungen. Dabei wählt man Unternehmen aus einer Branche, die jedenfalls von der potentiellen Bietergesellschaft betrieben werden, und zudem von ihrer Umsatzgröße her geeignet sind, zusammen mit einer Bietergesellschaft eine marktbeherrschende Stellung zu bilden. Damit soll eine spätere Untersagung des Zusammenschlusses zwischen der Bieter- und Zielgesellschaft durch die Fusionskontrollbehörden provoziert werden.

Eine Untersagung der Übernahme kommt in Betracht, wenn sich durch den Zusammenschluß¹⁴⁷⁸ eine marktbeherrschende Stellung ergibt oder verstärkt. Im Rahmen der europä-

¹⁴⁷³ Allgemein zur Fusionskontrolle bei Übernahme von Unternehmen, BECHTOLD in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 485 ff.; siehe hierzu auch bereits oben *sub* § 2.D.IV.

¹⁴⁷⁴ Die Verfügung stellt einen Verwaltungsakt dar, SCHULTE, AG 1998, 297, 300.

¹⁴⁷⁵ Dies war zuvor nicht möglich weil eine Nichtuntersagung des Bundeskartellamtes ein nicht rechtlich angreifbarer Nichtakt war, SCHULTE, AG 1998, 297, 302 m.w.N.

¹⁴⁷⁶ Abzugrenzen hiervon ist die aus den USA bekannte sog. „antitrust defense“. Im Gegensatz zu hierzulande spielt diese dort mitunter eine entscheidende Rolle bei der Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmen. Dort sind jedoch Verfahrensablauf und die Kosten viel unberechenbarer als hierzulande, vgl. HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 25.

¹⁴⁷⁷ Zu den rechtlichen Grundlagen siehe bereits oben *sub* § 2 D.4.

rechtlichen Fusionskontrolle¹⁴⁷⁹ setzt dies jedenfalls die Erreichung von weltweiten Umsatzschwellen in Höhe von 5 Mrd. € bzw. europaweit von 250 Mio. € voraus.¹⁴⁸⁰ Die nationale Fusionskontrolle setzt voraus, daß die Umsatzschwellen des § 35 I Nr. 1 GWB (Erreichen einer weltweiten Umsatzschwelle von mehr als 500 Mio. €) und inländische Umsatzerlöse von mindestens einem beteiligten Unternehmen in Höhe von mindestens 25 Mio. € erreicht werden (§ 35 I Nr. 2 GWB).¹⁴⁸¹

Mit zunehmender Größe der beteiligten Unternehmen, insbesondere für sogenannte Elefantenhochzeiten, kann die gesetzliche Vermutung der Entstehung einer marktbeherrschenden Stellung immer schwerer widerlegt werden.¹⁴⁸²

cc) Umgehungsmöglichkeiten und Schwachstellen

Die Implementierung der Maßnahme nimmt in aller Regel viel Zeit in Anspruch. Die Maßnahme ist nur geeignet für Zielunternehmen, die – innerhalb der selbst betriebenen operativen Branche – bereits nahe an einer marktbeherrschenden Stellung sind. Die marktbeherrschende Stellung darf dann zwar noch nicht mit Zukauf der Konkurrenzfirma erreicht werden, muß aber im Falle der Übernahme durch den feindlichen Bieter offensichtlich sein. Dies erfordert jedoch genaue arithmetische Überlegungen. Gegebenenfalls sind verbindliche Stellungnahmen bei der deutschen und europäischen Kartellbehörde einzuholen, die ihrerseits wiederum viel Zeit in Anspruch nehmen können. Zudem stellt sich auch hier – je nach Größe des zu erwerbenden Unternehmens – das strittige Problem der Zustimmung der Hauptversammlung zum Erwerb nach den „Holzmüller-Grundsätzen“ des BGH.

Ist der Bieter in Branchen tätig, die nicht gleichzeitig von der Zielgesellschaft betrieben werden, so kommt im Falle einer aktuell bevorstehenden Übernahmesituation auch der Zukauf eines Unternehmens in Betracht, das lediglich zum Bieter in Konkurrenz steht. Da die Akquisition jedoch auch in diesem Falle besonders kurzfristig erfolgen muß, wird sie in der Regel nicht mehr rechtzeitig realisierbar sein.

¹⁴⁷⁸ Zu den Zusammenschlußtatbeständen nach der EG-Fusionskontrollverordnung und nach § 37 GWB siehe BECHTOLD in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 485, 488 und 492.

¹⁴⁷⁹ Vgl. hierzu EG-Fusionskontrollverordnung VO 4064/89 vom 21.12.1989 Abl. L 257/13, zuletzt geändert durch VO 1310/97 vom 30.6.1997, Abl. 1997 L 180/1.

¹⁴⁸⁰ Art. 1 II VO 4064/89 setzt zudem für die Annahme einer gemeinschaftsweiten Bedeutung der Übernahme voraus, daß die am Zusammenschluß beteiligten Unternehmen nicht jeweils mehr als 2/3 ihres gemeinschaftsweiten Umsatzes in ein- und demselben Mitgliedstaat erzielen. – Alternativ reicht auch ein weltweiter Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen von mehr als 2,5 Mrd. € und ein gemeinschaftsweiter Umsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen von jeweils mehr als 100 Mio. €, wenn zusätzlich folgende Voraussetzungen vorliegen: der Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen beträgt in mindestens drei Mitgliedstaaten jeweils 100 Mio. € und in jedem von mindestens drei von der vorgenannten Voraussetzung erfaßten Mitgliedstaaten beträgt der Gesamtumsatz jeweils mehr als 25 Mio. €; vgl. hierzu BECHTOLD in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 485, 487.

¹⁴⁸¹ Vgl. hierzu BECHTOLD in VON ROSEN/SEIFERT (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 485, 491.

¹⁴⁸² HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 192 m.w.N.

Schließlich kann der Bieter mit den Kartellbehörden Vereinbarungen treffen, wonach er diesen zusichert, die kartellrechtlich virulente Beteiligung nach einem Mehrheitserwerb der Zielgesellschaft wieder zu veräußern. Die Kartellbehörden erteilen dann in solchen Fällen eine Zusammenschlußgenehmigung unter der aufschiebenden Bedingung der Veräußerung des betreffenden Unternehmensteiles.¹⁴⁸³

Werden kartellrechtliche Hindernisse geschaffen, so ist schließlich, wie auch bei der Herbeiführung sonstiger regulatorischer Hürden, immer zu bedenken, daß diese gegebenenfalls auch für und gegen einen etwaigen White Knight gelten.

dd) Ergebnis

Die Maßnahme ist jedenfalls dann nicht zu empfehlen, wenn sie final zur Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche ergriffen wird. Die Nachteile, insbesondere der Druck, eine Beteiligung zu ungünstigen Konditionen zu erwerben, und die Umgehungsmöglichkeiten durch den Bieter in Form von Veräußerungszusagen gegenüber den Kartellbehörden, wiegen zu schwer. Eine nachhaltige Verteidigungswirkung wird selten auszumachen sein. Ohnehin kommt ein kartellrechtlich relevanter Zukauf nur für Gesellschaften mit entsprechend hohen Marktanteilen in Betracht. Für Gesellschaften, die deutlich unterhalb dieser Schwellen operieren, greift die Zusammenschlußkontrolle von vornherein nicht ein.

d) Stillhalteabkommen mit potentiellen feindlichen Bietern (sog. Standstill Agreement)

Mit einem Stillhalteabkommen werden potentielle zukünftige Übernehmer mittels Vertrag mit der Zielgesellschaft dazu verpflichtet, nur bis zu einem bestimmten Höchstanteil Aktien der Gesellschaft zu erwerben oder zu halten.¹⁴⁸⁴ Der potentielle Erwerber wird naturgemäß ein Interesse an einer Befristung solcher Verträge haben. Der Abschluß von Stillhalteabkommen kommt typischerweise nur dann in Betracht, wenn der potentielle Erwerber bereits über eine Position in bedrohlicher Höhe verfügt. Dabei kann – je nach gegenwärtigem Anteilsbesitz des Vertragspartners – auch eine Vereinbarung zum Abbau bis zu einer bestimmten Schwelle getroffen werden. Freilich darf sich eine deutsche Zielgesellschaft¹⁴⁸⁵ nicht als Gegenleistung zur Zahlung eines „angemessenen“ Geldbetrages verpflichten.¹⁴⁸⁶

¹⁴⁸³ So zuletzt bei der Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone AirTouch: Wegen der von Mannesmann erworbenen Gesellschaft Orange wurde die Übernahme der Kontrolle über Mannesmann unter der Bedingung der Veräußerung von Orange von den EU-Kartellbehörden genehmigt. – Denkbar ist auch der Abschluß eines öffentlich-rechtlichen Vertrages, in dem sich der Übernehmer verpflichtet, binnen eines bestimmten Zeitraumes kartellrechtlich bedenkliche Teile entweder der eigenen oder der zu übernehmenden Gesellschaft abzustößern, vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 192.

¹⁴⁸⁴ Zu Stillhalteabkommen bei feindlichen Übernahmen in Deutschland siehe eingehend WAGNER, Standstill Agreements bei feindlichen Übernahmen, S. 143 ff.

¹⁴⁸⁵ In den USA dagegen ist es zulässig und weit verbreitet, daß der potentielle Erwerber als Gegenleistung für seine „Stillhaltezusage“ eine großzügige Abfindung bezieht.

¹⁴⁸⁶ Vgl. hierzu auch unter dem Punkt „Greenmailing“ B.IV.1.e.

Gleichwohl ist die Vereinbarung entsprechender Stillhalteabkommen keineswegs für alle denkbaren Fallgruppen utopisch.¹⁴⁸⁷ Entscheidend wird dabei sein, daß die Gesellschaft ihrerseits – im Gegenzug – dem Vertragspartner eine Stillhaltezusage macht. Auf solche Gegenleistungen wird der potentielle Erwerber um so eher eingehen, als er eine diesbezügliche Bedrohung wahrnimmt. Zu denken ist daher an eine Kombination mit der Kolportage eines flankierenden Gegengebots an die Aktionäre der Bietergesellschaft (sog. *Pac Man-Defence*¹⁴⁸⁸). Je nach Fortschritt des Angriffes durch den potentiellen Erwerber kann bereits die plausible Inaussichtstellung eines Gegenangebotes ausreichend sein.

Als zusätzliches Sicherungselement können mit einem Stillhalteabkommen auch Vorkaufsrechte zugunsten der Zielgesellschaft verknüpft werden.¹⁴⁸⁹ Diese hat dann die Möglichkeit, den Bestand¹⁴⁹⁰ des potentiellen Erwerbers im Wege des Rückerwerbes eigener Aktien aufzukaufen, ehe dieser als Paket in „falsche Hände“ gerät. Sämtliche vertragliche Abreden im Rahmen von Stillhalteabkommen sollten zusätzlich mit empfindlichen Vertragsstrafversprechen versehen werden.

e) Sonderabfindungen für das Management im Übernahmefall (sog. Golden Parachutes; Change of Control Employment Agreements)

aa) Wirkungsweise der Maßnahme

Sogenannte golden parachutes¹⁴⁹¹ sind in den Vereinigten Staaten weit verbreitet. Ihren Namen beziehen sie von dem Phänomen, daß Entscheidungsträger eines Unternehmens nach einem Kontrollwechsel typischerweise ihren Einfluß, wenn nicht gar ihre Arbeitsstelle verlieren. Tritt dann tatsächlich nach diesem Schema ein Wechsel in der Gesellschafterstruktur ein, so sind sie insofern begünstigt, als sie namhafte Abfindungen bekommen, sollten sie bei einem Mehrheitswechsel ihre Stellung verlieren.¹⁴⁹²

Ein Abwehreffekt gegen feindliche Übernahmen kann insoweit eintreten, als der neue Mehrheitsgesellschafter die hohe Abfindungszahlung scheut. Daher ist es von entscheidender Bedeutung, daß die Abfindungssumme hoch genug ist, um potentielle Übernehmer abzuschrecken. Für Aktiengesellschaften, die dem deutschen Aktiengesetz unterliegen, kommt die Vereinbarung solcher Abfindungszahlungen insbesondere mit den Mitgliedern des Vorstandes in Betracht.

¹⁴⁸⁷ Anders dagegen WEISNER, S. 259, der es für mehr als fraglich hält, ob sich ein geeigneter Vertragspartner findet.

¹⁴⁸⁸ Siehe hierzu noch unten *sub B*.

¹⁴⁸⁹ Das Vorkaufsrecht greift dann für den Fall, daß der Partner des Stillhalteabkommens sein Aktienpaket an der Zielgesellschaft an Dritte (evt. unerwünschte Investoren) veräußern will.

¹⁴⁹⁰ Vorausgesetzt, dieser bleibt innerhalb des nach den §§ 71 ff. AktG zulässigen Volumens für den Rückerwerb eigener Aktien.

¹⁴⁹¹ Zu deutsch: „goldene Fallschirme“.

¹⁴⁹² Insofern erfahren sie eine etwas „sanftere Landung“.

bb) Materiell-rechtliche Zulässigkeit

Die Vorstandsbezüge werden gemäß § 87 I AktG vom Aufsichtsrat festgesetzt. Dies geschieht jedoch nicht in freiem Ermessen des Aufsichtsrates. Vielmehr besteht bei der Festsetzung der Gesamtbezüge¹⁴⁹³ eine Obergrenze.¹⁴⁹⁴ Demnach müssen diese gemäß § 87 I 1 AktG in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen.¹⁴⁹⁵

Zu den Gesamtbezügen i.S.d. § 87 I 1 AktG zählen auch etwaige Abfindungszahlungen. Hiervon werden gleichermaßen etwaige „erhöhte“ oder vorgezogene Pensionszahlungen erfaßt. Zwar ist zu berücksichtigen, daß die Abberufung von Vorstandsmitgliedern nicht automatisch den korrespondierenden Anstellungsvertrag auflöst. Dieser besteht grundsätzlich unabhängig davon weiter. Gleichwohl ist eine Ausgestaltung der Verträge mit den Vorstandsmitgliedern denkbar, wonach eine „Sonderausschüttung“ zu deren Gunsten im Falle einer vorzeitigen Abberufung erfolgen soll. Diese kann eingrenzend auch nur für den Fall der Abberufung nach einem erfolgten Kontrollwechsel der Gesellschaft vereinbart werden.

cc) Erforderliche Höhe von Abfindungszusagen mit Abschreckungseffekt

Ein Sanktionscharakter für den Übernehmer bei solchen Abfindungen wird erst dann eintreten, wenn die Summe so hoch ist, daß sich für den Bieter der Kontrollerwerb an der Gesellschaft nicht mehr lohnt. Es kommt demnach auf die Relation des Kaufpreises des Gesellschaftsanteils zu den mit dem Mehrheitserwerb verbundenen „Sonderzahlungen“ für ausscheidende Vorstände an. Vereinzelt wird in der Literatur versucht, hierfür pauschale Beträge zu veranschlagen.¹⁴⁹⁶ Die Angemessenheit der Bezüge wird in Deutschland jedoch erheblich von der wirtschaftlichen Situation des jeweiligen Unternehmens determiniert. Werden durch Verstoß gegen diese Maßgaben dennoch derartige Abfindungszahlungen vereinbart, so führt dies nicht zur Nichtigkeit des Vorstandsvertrages. Jedoch drohen den Beteiligten erhebliche Schadensersatzverpflichtungen gegenüber der Gesellschaft. Der Aufsichtsrat haftet gegebenenfalls aus §§ 116, 93 II AktG und das begünstigte Vorstandsmitglied kann nach § 93 II AktG auf Rückzahlung und Schadensersatz haften.

¹⁴⁹³ Vgl. die Legaldefinition in § 87 I 1 AktG wonach dies die Summe aus dem Gehalt, den Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelten, Provisionen und (sonstigen) Nebenleistungen jeder Art ist.

¹⁴⁹⁴ Anders in den USA: Dort sind insbesondere entsprechende Abfindungszahlungen in beachtlicher Höhe bekannt geworden. So soll bei der Übernahme von Revlon durch Pantry Pride der CEO von Revlon eine Summe von 35 Mio. USD erhalten haben, BREALEY/MYERS, Principles of Corporate Finance, 935, zitiert nach HLAWATI/BIRKNER/GRAF *ecolex* 2000 84, 90 (FN 77).

¹⁴⁹⁵ Zur Rechtfertigung der Höhe der Vorstandsbezüge und Aufsichtsratsvergütungen großer deutscher Aktiengesellschaften unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten mittels empirischer Analyse siehe SCHMID F. („Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur“), *ZfB* 1997, 67, 74 ff.

¹⁴⁹⁶ So z.B. HERRMANN, S. 84, der solchen Abfindungszusagen (pauschal) erst bei Vereinbarung einer achtstelligen Summe Sanktionscharakter zuspricht. Auch in den USA haben extrem hohe Abfindungszahlungen nicht immer die gewünschte Verteidigungswirkung gezeigt, vgl. BREALEY/MYERS, Principles of Corporate Finance, 935, zitiert nach HLAWATI/BIRKNER/GRAF *ecolex* 2000 84, 90 (FN 81).

Aus § 84 I AktG ergibt sich mittelbar,¹⁴⁹⁷ daß durch die Vereinbarung von Abfindungszahlungen nicht die Entschließungsfreiheit des Aufsichtsrates bei der Vorstandsbestellung, der Wiederbestellung oder dem Widerruf der Bestellung beeinträchtigt werden darf.¹⁴⁹⁸ Demnach dürfen keine vertraglichen Absprachen getroffen werden, die den Aufsichtsrat aufgrund der Höhe der potentiell entstehenden finanziellen Verpflichtung der Gesellschaft in der Entscheidung beeinflussen, das einzelne Vorstandsmitglied erneut zu bestellen oder nicht. Stark erhöhte Abfindungszusagen für Vorstandsmitglieder sind daher unter diesem Gesichtspunkt unwirksam.¹⁴⁹⁹

dd) Abfindungszahlungen zugunsten des weiteren Senior Managements (sog. „Silver Wheelchairs“) und des mittleren Managements (sog. „Tin Parachutes“)

Denkbar sind jedoch auch vereinbarte Abfindungszahlungen zugunsten des Managements unterhalb des Vorstandes. Solche, für den Fall des Arbeitsplatzverlustes und/oder Positionsverlustes im Zuge eines Kontrollwechsels bedingte Abfindungszahlungen, ließen sich als Bestandteile der Vergütung vereinbaren. Freilich können auch hier keine utopisch hohen Summen vereinbart werden, ohne daß der Vorstand für eine etwaige Schädigung der Gesellschaft gemäß § 93 II AktG wegen Verletzung der Sorgfaltspflichten haftet.

Daher muß die Höhe solcher Abfindungszahlungen für den einzelnen Manager entsprechend seiner Funktion und im Verhältnis zu seinen regulären Bezügen angemessen sein. Insgesamt jedoch kann in der Summe dennoch ein erheblicher Betrag zur Ausschüttung kommen, wenn entsprechende Vereinbarungen mit zahlreichen Managern abgeschlossen werden.

ee) Ergebnis

Entgegen verbreiteter Ansicht in der Literatur¹⁵⁰⁰ können auch in Einklang mit dem deutschen Aktienrecht Abfindungszahlungen an die Leitungsorgane und das leitende Management einen prohibitiven Effekt gegenüber unerwünschten Übernahmeversuchen entfalten. Zwar sind zutreffenderweise unangemessen hohe Abfindungsvereinbarungen für den einzelnen Mandatsträger bzw. das einzelne Mitglied des Managements unzulässig, jedoch kann bei einer entsprechend breit angelegten Abfindungspolitik – unter Einbeziehung des Managements unterhalb des Vorstandes – durchaus ein beträchtlicher Gesamtbetrag fällig werden, wenn der Übernehmer zur Durchsetzung seiner Unternehmenspolitik in der Zielgesellschaft sämtliche wichtigen Schaltstellen neu besetzen will.

Vorteilhaft ist, daß mit der Methode erst nach einem erfolgreichen Übernahmeversuch ein Kapitalfluß zu Lasten der Zielgesellschaft stattfindet. Freilich kann die Maßnahme nur ein Baustein – unter vielen anderen – sein.

¹⁴⁹⁷ MICHALSKI, AG 1997, 152, 160.

¹⁴⁹⁸ BGHZ 8, 348, 360; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 143; MICHALSKI, AG 1997, 152, 160 m.w.N.

¹⁴⁹⁹ BGHZ 8, 348, 360.

¹⁵⁰⁰ Siehe etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 143; MICHALSKI, AG 1997, 152, 160; PELTZER, ZfgK 1986, 291, 295.

f) Kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen zugunsten der Belegschaft

Soweit ersichtlich wurde in der Literatur noch nicht die Möglichkeit kollektivarbeitsrechtlicher Modifizierungen zugunsten der Belegschaft einer potentiellen Zielgesellschaft diskutiert.

Denkbar wäre hier der Abschluß von Verträgen auf tarifvertraglicher Ebene oder der Abschluß einschlägiger Betriebsvereinbarungen, wonach die Verwaltung bestehende Arbeitsverträge einer langfristigen Bindung unterwirft, etwa in Form langfristiger Zusagen von Kündigungssperren oder umgekehrt durch Zusage von Einstellungen zu bestimmten Bedingungen in großem Umfang.

Die Verträge könnten unter die aufschiebende Bedingung einer nicht konsentierten Übernahme der Kontrolle gestellt werden. Die Vertragspartner des Vorstandes auf Arbeitnehmerseite dürften sich auf solche Verträge auch unter der aufschiebenden Bedingung in der Regel einlassen. Schließlich sind die Arbeitnehmerinteressen im Rahmen einer Unternehmensübernahme und etwaigen Konzernierung regelmäßig besonders stark gefährdet.

Wenn sich diese Verträge in wirtschaftlich vernünftigen Ausmaßen bewegen und die Gesellschaft dadurch keine wirtschaftliche „Knebelung“ erfährt, dürfte sich der Vorstand dabei auch nicht dem Vorwurf der Schädigung der Gesellschaft aussetzen.

g) Zusammenarbeit mit Investmentbanken und sog. begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen

Im Rahmen von Unternehmensübernahmen jeglicher Art spielen die Banken eine ganz zentrale Rolle. Wie einleitend bereits dargestellt, ist ursächlich hierfür unter anderem deren Funktion als Depotbanken, aber bei deutschen Kreditinstituten vor allem deren Funktionenakkumulation in ihrer Eigenschaft als Universalbanken.¹⁵⁰¹ Bislang herrscht immer noch die Vorstellung vor, daß sich die deutschen Banken auf Bieterseite im Rahmen von feindlichen Übernahmeangeboten zurückhaltend gebärden. Insoweit könnte man davon ausgehen, daß sich die Banken innerhalb ihres Aktions- und Machtausübungsrahmens ohnehin auf die Seite einer (potentiellen) Zielgesellschaft schlagen würden. Einer besonderen Einwirkung auf die Kreditinstitute bedürfte es demnach erst gar nicht.

Ein Blick auf die Gründe dieser Parteilichkeit zeigt jedoch, daß dies nicht so bleiben muß: Gegenwärtig darf man davon ausgehen, daß alle bedeutenden Großbanken, die für eine Begleitung einer Übernahme auf Bieterseite ernsthaft in Betracht kommen, gleichzeitig – wegen ihrer Eigenschaft als Universalbank¹⁵⁰² – in großem Umfang Geschäfte im Fremdkapitalbereich, also der Kreditseite und im ordinären Alltagszahlungsverkehr (auch) für Unternehmen besorgen. Im Falle einer Mitwirkung an einer feindlichen Transaktion haben diese Banken

¹⁵⁰¹ Vgl. HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 28.

¹⁵⁰² Zur Diskussion über die Funktion der deutschen Kreditinstitute im Universalbankensystem und eine etwaige Einschränkung siehe HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 28 mit einer klaren Absage diesbezüglich (unter Bezugnahme aller internationalen Erfahrungen).

demnach zu befürchten, daß sie jedenfalls diejenigen ihrer Geschäftskunden verprellen, die mittelbar und unmittelbar von solchen Übernahmen als Zielgesellschaften betroffen sind.¹⁵⁰³

Diese Gründe werden aber nicht mehr sehr lange zur Verfügung stehen. Auch in Deutschland werden sich (öffentliche) feindliche Übernahmeangebote so stark einbürgern, daß die Banken im Falle einer Begleitung als Dienstleister nicht mehr mit Restriktionen seitens ihrer Geschäftskunden zu rechnen haben. Oder anders gewendet: Die Margen im Geschäftszweig des sog. „Investment Banking“ sind wesentlich lukrativer als die im Bereich aller anderen Geschäftszweige der Bankdienstleistungen. Freilich sind die Banken selbst auf größtmögliche Wertschöpfung und Rendite in ihren Gesellschaften verpflichtet. Wenn sich hier nicht eine Verschiebung der Prioritäten innerhalb der einzelnen Institute breitmacht, so wird sich die weltweite Tendenz ihren Weg durch Verdrängung der deutschen Bankhäuser durch die britischen und US-amerikanischen Investmentbanken bahnen.¹⁵⁰⁴

Möglichkeiten zur Einwirkung auf die Banken seitens der Zielgesellschaft bestehen folgende:

Erstens: Die Zielgesellschaft kann – im Vorfeld eines Übernahmeangebots – an mehrere potentielle Begleitbanken für ein feindliches Übernahmeangebot herantreten und sie mit einschlägiger Beratung mandatieren. Im Zuge solcher Beauftragung sind freilich Insidertatsachen an diese Banken bekanntzugeben. Dies wiederum hindert diese dann, einen potentiellen Übernehmer auf Bieterseite zu begleiten und zu beraten.¹⁵⁰⁵

Zweitens: Noch wichtiger erscheint es jedoch, den Hebel am Depotstimmrecht der Banken anzusetzen. Die Banken üben im Rahmen von § 135 AktG – eine entsprechende Bevollmächtigung vorausgesetzt – das Stimmrecht für ihre Depotkunden aus.¹⁵⁰⁶ Traditionell¹⁵⁰⁷ bevollmächtigen viele Kleinaktionäre ihre Bank, stellvertretend für sie abzustimmen. Nur selten erhalten die Banken dabei ausdrückliche Weisungen zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung.¹⁵⁰⁸ Gemäß § 135 V AktG übt das Kreditinstitut dann das Stimmrecht entsprechend seinen eigenen, den Aktionären nach § 128 II AktG mitgeteilten, Vorschlägen aus.¹⁵⁰⁹

¹⁵⁰³ Vgl. HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 28.

¹⁵⁰⁴ In eine ähnliche Richtung weisend bereits (1991) HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 28 auch unter Hinweis auf einen seinerzeitigen Meinungswechsel bei der Deutschen Bank zur Frage der Höchststimmrechte.

¹⁵⁰⁵ Besonders in Großbritannien sind derartige Methoden bekanntgeworden: Durch bewußte und gezielte Anfragen und Mitteilung von Insidertatsachen sind große Banken als potentielle Berater für die „Gegenseite“ ausgeschaltet worden, siehe HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 28, m.w.N. und Hinweis darauf, daß diese Methode in rechtlicher Hinsicht noch kaum andiskutiert wurde.

¹⁵⁰⁶ Siehe oben § 2.

¹⁵⁰⁷ Siehe hierzu auch eine Statistik zu Hauptversammlung und Stimmrechtsausübung bei HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 28 m.w.N., wonach weniger als 10 % der Aktionäre persönlich abstimmen und nach Erhebungen der *Geffler-Kommission* von 1979 die Banken 1974/75 in 74 großen Gesellschaften im Durchschnitt 52,5 % der Hauptversammlungspräsenzen als Stimmrechtsbevollmächtigte und nur 10,2 % kraft eigenen Aktienbesitzes abgebildet haben.

¹⁵⁰⁸ HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 28.

¹⁵⁰⁹ Seit der Änderung des § 135 I 3 AktG durch das KonTraG darf eine Bank immerhin in der Hauptversammlung einer Gesellschaft, an der sie mit mehr als 5 % am Grundkapital beteiligt ist nur noch (zusätzlich zur Ausübung der eigenen Stimmrechte) für einen Depotkunden votieren, wenn der entsprechenden Bevollmächtigung eine Einzelanweisung zugrunde liegt.

Grundsätzlich¹⁵¹⁰ sind die Abstimmungsvorschläge der Depotbanken durchgängig verwaltungskonform. Dies ist freilich nicht selbstverständlich und sollte daher vom Vorstand der Zielgesellschaft kontinuierlich durch Pflege der Beziehungen zu den Banken auch in dieser Hinsicht unterstützt werden.

Drittens: Unter den Fondsanbietern gibt es – insbesondere in den USA – auch solche, die sich darauf spezialisiert haben, Aktien von denjenigen Gesellschaften aufzukaufen, bei denen sie entweder ein bevorstehendes Übernahmeangebot vermuten, oder dies sogar bekannt geworden ist. Ergeht dann tatsächlich ein öffentliches Übernahmeangebot, so geben diese Fonds ihren erworbenen Aktienblock nur gegen Zahlung eines stark erhöhten Paketpreises ab. Dabei dürfen freilich aus Gründen des Insiderrechts nicht einseitig bekanntgewordene Tatsachen, insbesondere über ein bevorstehendes Übernahmeangebot, ausgenutzt werden. Mit solchen Fondsanbietern sollte die Verwaltung der Zielgesellschaft frühzeitig Kontakt aufnehmen, um gegebenenfalls den „Rückfluß“ der von diesen zu Arbitragezwecken erworbenen Aktien, wenn nicht im Weg des Rückerwerbs eigener Aktien, so doch eventuell durch Erwerb durch einen befreundeten Dritten zu kanalisieren.

2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung verhindern oder limitieren

a) Erwerb eigener Aktien

aa) Prinzip und Wirkungsweise sowie Verfahren des Erwerbs und der Wiederveräußerung

Neben der bereits oben¹⁵¹¹ dargestellten Fallgruppe des Erwerbs aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung kommt zur Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeversuche auch der zweckgebundene Rückerwerb gemäß § 71 I Nr. 1 AktG („zur Abwehr eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens von der Gesellschaft“) und gemäß § 71 I Nr. 2 AktG (zur Ausgabe von Belegschaftsaktien) in Betracht. Hinsichtlich Prinzip und Wirkungsweise sowie dem Verfahren des Erwerbs und der Wiederveräußerung bestehen insoweit keine Besonderheiten.¹⁵¹²

Beide Fallgruppen bedürfen keines Hauptversammlungsbeschlusses, sondern liegen innerhalb der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstandes.¹⁵¹³

¹⁵¹⁰ Anders höchstens in Sanierungsfällen und ähnlichen Krisensituationen der betroffenen Aktiengesellschaft.

¹⁵¹¹ *A.III.2.b.cc.*

¹⁵¹² Allgemein zu Prinzip und Wirkungsweise sowie zum Verfahren des Erwerbs und der Wiederveräußerung eigener Aktien siehe bereits oben *sub A.III.2.b.cc.(1) und (2)*.

¹⁵¹³ Zur Kompetenz des Vorstandes siehe HERRMANN, S. 93 m.w.N.

bb) Rückerberwerb zur Abwehr eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens, § 71 I Nr. 1 AktG

Weil der Rückerberwerbstatbestand gemäß § 71 I Nr. 1 AktG voraussetzt, daß der Erwerb eigener Aktien erforderlich ist, um „*schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden*“ von der Gesellschaft abzuwenden, scheidet dieser für den Rückerberwerb in der *präventiven* Phase von vornherein aus.¹⁵¹⁴ Es muß ein konkreter Schaden in überschaubarer Zukunft zu erwarten sein.¹⁵¹⁵ Dies ist regelmäßig erst nach Vorliegen eines konkreten Übernahmeangebotes der Fall.

cc) Belegschaftsaktien, § 71 I Nr. 2 AktG¹⁵¹⁶

Die Zuteilung von Aktien an Mitarbeiter der Gesellschaft verspricht die bereits erwähnten¹⁵¹⁷ Vorteile durch die erhoffte Verwaltungstreue der (ehemaligen)¹⁵¹⁸ Mitarbeiter.

Der Erwerb eigener Aktien zum Zwecke des späteren Anbietens der erworbenen Aktien an ehemalige oder gegenwärtige Arbeitnehmer der Gesellschaft stellt einen selbständigen Erwerbstatbestand i.S.d. § 71 I AktG dar. Die Wiederveräußerung an die Arbeitnehmer erfolgt ohne weitere Voraussetzungen, insbesondere müssen für die Zuteilung nicht etwa die Voraussetzungen für einen Bezugsrechtsausschluß vorliegen.¹⁵¹⁹ Der Erwerb der eigenen Aktien wird dabei auch nicht rückwirkend unzulässig, wenn die Aktien in der Folge tatsächlich nie den Arbeitnehmern angeboten werden. Vielmehr mißt sich die Zulässigkeit des Erwerbsvorganges daran, ob im Zeitpunkt der Erwerbsentscheidung eine entsprechende ernstliche Absicht des Vorstandes besteht.¹⁵²⁰ Es gilt auch nichts anderes, wenn die Jahresfrist des § 71 III 2 AktG ohne Ausgabe verstreicht.¹⁵²¹ Erforderlich ist aber ein Vorstandsbeschluß, der realistische Angebotskonditionen beinhaltet.

Erst wenn keine vernünftige Realisierungschance mehr besteht oder der Vorstand seine Absichten zur Veräußerung an die Aktionäre aufgibt, entsteht analog § 71c I AktG eine Veräußerungspflicht.¹⁵²²

¹⁵¹⁴ Siehe zum Einsatz in der reaktiven Phase unten *sub B.IV.2.c.bb*.

¹⁵¹⁵ Vgl. HÜFFER, § 71 RN 7.

¹⁵¹⁶ Kritisch zu dieser Maßnahme HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27, der dem Tatbestand des § 71 I Nr. 2 AktG lediglich einen mittelbaren Effekt durch Verbesserung der „labor relations“ zugestehen will.

¹⁵¹⁷ Siehe hierzu *sub A.III.2.b.bb*. (*Ausgabe von Arbeitnehmeraktien*).

¹⁵¹⁸ Die frühere Unklarheit, ob es sich um gegenwärtige Arbeitsverhältnisse handeln müsse, sind mit der Neufassung des § 71 I Nr. 2 AktG durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz („standen“) ausgeräumt. Erfasst sind damit auch Betriebsrentner oder Ruheständler, aber auch andere Begünstigte, die zur Gesellschaft in einem vergleichbaren Verhältnis stehen (wohl auch ehemalige, nunmehr anderwärts beschäftigte Mitarbeiter), vgl. HÜFFER, § 71 RN 12 mit Hinweis auf die RegBegr.

¹⁵¹⁹ So jedoch im Falle der Zuteilung nach Erwerb eigener Aktien aufgrund Ermächtigung durch die Hauptversammlung gemäß § 71 I Nr. 8 AktG, siehe dort *sub A.III.2.b.cc*.

¹⁵²⁰ HÜFFER, § 71 RN 12.

¹⁵²¹ HÜFFER, § 71 RN 12.

¹⁵²² LUTTER in Kölner Kommentar, § 71 RN 46; HÜFFER, § 71 RN 23. Zu erklären ist dies damit, daß der Erwerb mit Verstreichen der Frist zwar nicht unzulässig wird, aber der Telos des ausnahmsweise erlaubten Rückerberwerbs (zum Zwecke der Ausgabe der Aktien an Mitarbeiter) sonst ausgehöhlt werden würde.

dd) Volumenbegrenzung, Pflichten des Vorstandes bei und nach Erwerb sowie Rechtsfolgen des unzulässigen Rückerwerbs und Gesamtbewertung

Auch für den Rückerwerb gemäß § 71 I Nr. 2 AktG gelten die Grenzen des § 71 II 1 AktG (Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals aller von der Gesellschaft gehaltener eigener Aktien einschließlich der rückzuerwerbenden) und des § 71 II 2 AktG (Verbot der Verminderung des Grundkapitals und der gesetzlichen oder satzungsmäßigen Rücklage durch den Ankauf).¹⁵²³ Ebenso muß der Ausgabebetrag auf die rückzuerwerbenden Aktien voll eingezahlt worden sein (§ 71 II 3 AktG).

Es bestehen keine Besonderheiten hinsichtlich der Pflichten des Vorstandes bei und nach Erwerb der eigenen Aktien. Gegebenenfalls besteht die Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG sowie § 21 WpHG.¹⁵²⁴ Auch hinsichtlich der Rechtsfolgen des unzulässigen Erwerbs eigener Aktien gemäß § 71 IV AktG bestehen keine Besonderheiten.¹⁵²⁵

Der Rückerwerb eigener Aktien in autonomer Zuständigkeit des Vorstandes zum Zwecke der Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche kommt in der präventiven Phase nur im Rahmen eines Mitarbeiteraktien-Programmes zur Beschaffung der hierfür erforderlichen Aktien in Betracht.

b) Beteiligungserwerb durch ein befreundetes Unternehmen

Der Vorstand kann versuchen, ein „befreundetes“ Unternehmen (sog. White Squire)¹⁵²⁶ zum Erwerb eines Aktienpaketes der Gesellschaft zu bewegen. Dabei kann u.U. schon eine Minderheitsbeteiligung ausreichen. Sind z.B. die Mehrheitserfordernisse in der Hauptversammlung erhöht worden, so kann der Dritte bzw. das befreundete Unternehmen bereits mit einer relativ geringen Beteiligung und entsprechend geringem Kapitaleinsatz eine Sperrminorität in der Hauptversammlung erreichen.

Diese Maßnahme kann in der Prävention im Gegensatz zur reaktiven Phase¹⁵²⁷ in aller Ruhe und ohne den Druck der Suche nach dem geringeren Übel implementiert werden. Der Vorstand kann also auf der Suche nach einem geeigneten Unternehmen oder entsprechendem Investor ungeschwächt auftreten und muß sich nicht über Gebühr auf Konzessionen einlassen.

Eine Ausgabe der Anteile an den Investor muß sich in der Höhe am gegenwärtigen Börsenkurs orientieren. In aller Regel wird es dann jedoch schwierig sein, einen freundlich gesinnten Investor zu gewinnen, der bereit ist, ohne Gegenleistung ein Investment in entsprechender Größenordnung einzugehen. Dieses Problem stellt sich jedoch nicht, wenn die „freundschaft-

¹⁵²³ Vgl. hierzu bereits oben *sub A.III.2.b.cc.(5)*; vgl. EBENROTH/RAPP, DZWIR 1991, 2, 4; HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 187.

¹⁵²⁴ Vgl. hierzu bereits oben *sub A.III.2.b.cc.(6)*; im Falle des Rückerwerbs gemäß § 71 I Nr. 1 AktG besteht für den Vorstand eine Berichtspflicht gegenüber der nächsten Hauptversammlung, § 71 III 1 AktG.

¹⁵²⁵ Vgl. hierzu bereits oben *sub A.III.2.b.cc.(7)*.

¹⁵²⁶ Vgl. hierzu etwa WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2318.

¹⁵²⁷ Als reaktives Instrument wird es allgemein als die Suche nach einem „white knight“ (engl.=weißer Ritter) bezeichnet.

liche Beteiligung“ auf Gegenseitigkeit beruht. Man spricht dann von sogenannten „wechselseitigen Beteiligungen“.

c) Überkreuzverflechtungen/Wechselseitige Beteiligungen, § 19 AktG¹⁵²⁸

Wechselseitige Beteiligungen sind in der Bundesrepublik Deutschland häufig vorzufinden.¹⁵²⁹ Sie bilden den Kern der Kritik an der „Deutschland-AG“.¹⁵³⁰ Zahlreiche deutsche Aktiengesellschaften weisen einen hohen Verflechtungsgrad auf.¹⁵³¹ Rechtlich bedenklich an wechselseitigen Beteiligungen ist vor allem die Gefahr der Kapitalverwässerung und die Stärkung des (mittelbaren) Einflusses der Verwaltung in der Hauptversammlung.¹⁵³² Schließlich besteht das in Anteilsrechten am wechselseitig beteiligten Unternehmen verkörperte Vermögen teilweise in einer Beteiligung am eigenen Unternehmen.¹⁵³³ Das Grundkapital der Gesellschaft reduziert sich faktisch, weil die Gesellschaft mittelbar durch die wechselseitige Beteiligung Anteile „an sich selbst“ hält. Weil der Vorstand die Gesellschaft zu leiten hat, hat er damit – im gegenseitigen Einvernehmen mit der Leitung der anderen Gesellschaft – auch die Herrschaft über diese Anteile, welche über das Stimmrecht und die Kapitalbeteiligung in der Hauptversammlung Herrschaft über die Gesellschaft vermitteln.

aa) Prinzip und Wirkungsweise

In der Grundkonstellation beteiligen sich zwei „befreundete“ Unternehmen gegenseitig aneinander, wobei sich durchaus beide gleichermaßen einer Übernahmegefahr von dritter Seite ausgesetzt sehen können.¹⁵³⁴ Um eine solche Beteiligung einzugehen, „zieht“ das einzelne Unternehmen möglichst viele Aktien aus dem freien Handel und „parkt“ diese bei einem

¹⁵²⁸ Eine wechselseitige Beteiligung mit einer Personengesellschaft oder einer GmbH kommt grundsätzlich auch in Betracht. Diese würde nach zutreffender Ansicht nicht den im folgenden zu behandelnden rechtlichen Eingrenzungen unterliegen; zum Meinungsstand hierzu siehe nur die Nachweise bei WEISNER, S. 238. Jedoch wird zur Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche wegen des erheblichen Kapitalbedarfes kaum eine andere Gesellschaft als eine Aktiengesellschaft für eine wechselseitige Beteiligung in Betracht kommen.

¹⁵²⁹ Zum Vergleich mit der tatsächlichen und rechtlichen Situation in den USA siehe WEISNER, S. 243 m.w.N.

¹⁵³⁰ Siehe ADAMS, AG 1994, 148 ff.: „Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“.

¹⁵³¹ Vgl. hierzu bereits oben *sub* § 2.E.; siehe hierzu ein komplexes Schaubild der Verflechtung deutscher Aktiengesellschaften bei ADAMS, AG 1994, 148, 150; WASTL/WAGNER, AG 1997, 241, 242 f.

¹⁵³² Vgl. hierzu auch OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10 (FN 109) mit Hinweis auf die Begründung des RegE zu § 19.

¹⁵³³ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 703.

¹⁵³⁴ Anderer Ansicht HERRMANN, S. 58, wegen der Gefahr eines zusätzlichen Einfallstores über das wechselseitig beteiligte Unternehmen: Wenn der Übernehmer die Mehrheit des mit der Zielgesellschaft wechselseitig beteiligten Unternehmens erwirbt, verfügt er gleichzeitig über die von diesem Unternehmen gehaltenen Zielgesellschaftsaktien. Dieser Argumentation kann aber nicht gefolgt werden, weil es sich bei der wechselseitigen Beteiligung um eine prophylaktische Abwehrmaßnahme handelt, die bei zwei Gesellschaften gleichzeitig in gleichem Maße installiert werden kann. Mit anderen Worten: Wenn sich bei beiden Gesellschaften etwa eine Sperrminorität der jeweils gegenseitig beteiligten Gesellschaft befindet, sollte von vornherein – bei beiden Gesellschaften – die Gefahr der unerwünschten Einflußnahme auf die Leitung der Gesellschaft gebannt sein. Jedenfalls die regelmäßig erforderliche, satzungsändernde Kapitalmehrheit sollte durch eine wechselseitige Beteiligung blockiert werden können.

befreundeten Unternehmen (sog. White Squire).¹⁵³⁵ Diese Aktien sind somit dem Zugriff eines unerwünschten Bieters entzogen. Wird dabei die Schwelle einer Sperrminorität i.H.v. 25 % erreicht, kann ein potentieller Übernehmer eine qualifizierte Mehrheit (75 %) schon nicht mehr erreichen.¹⁵³⁶ Alternativ können auch neue Aktien durch eine Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts gewonnen werden. Der Bezugsrechtsausschluß ist dabei schon dann zulässig, wenn die Gesellschaft etwa zur Sicherung ihrer Stellung im Markt den Anschluß an ein anderes Unternehmen sucht, das seinerseits jedoch eine Kooperation unter die Bedingung einer Beteiligung stellt.¹⁵³⁷

Durch den gegenseitigen Erwerb solcher Beteiligungen verringert sich nicht nur der für einen potentiellen Übernehmer besonders leicht zu erwerbende Streubesitzanteil. Gleichzeitig steigt vielmehr der Einfluß des Vorstandes im eigenen Unternehmen durch die starke Brücke zum Vorstand des „befreundeten“ Unternehmens im wechselseitigen Einvernehmen.¹⁵³⁸ Durch den Erwerb wechselseitiger Beteiligungen verringert der Vorstand einer Zielgesellschaft somit die Kontrollmöglichkeiten seiner Hauptversammlung.¹⁵³⁹ Die befreundeten Unternehmen können so in der jeweiligen Hauptversammlung im gegenseitigen Einvernehmen abstimmen. Nur darf – wegen des Verbotes auch des mittelbaren Erwerbs eigener Aktien – keine entsprechende vertragliche Bindung zwischen den Unternehmen bestehen.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß die wechselseitige Beteiligung von ihrem Grundsatz her zu einer faktischen Kontrolle wesentlicher Teile des Aktienkapitals der Zielgesellschaft durch die Zielgesellschaft selbst, respektive durch deren Verwaltungsorgane, führt.¹⁵⁴⁰

bb) Implementierung

Der Erwerb einer solchen Beteiligung durch das befreundete Unternehmen kann über die Börse oder als Paketerwerb von einzelnen Großaktionären erfolgen. Freilich sollte dabei der Vorstand der potentiellen Zielgesellschaft mitwirken, um seine Interessen bei der Kanalisierung der Aktienpakete zu sichern. Unter solcher Mitwirkung des Vorstandes kommt insbesondere auch der Erwerb neu ausgegebener Aktien via Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß in Betracht.¹⁵⁴¹

Zuständig für den Erwerb einer Beteiligung an einer anderen (befreundeten) Gesellschaft ist grundsätzlich der Vorstand.¹⁵⁴²

Als Zielgruppe¹⁵⁴³ kommen Unternehmen in Betracht, zu denen entweder eine langfristige und hochvolumige Kunden- oder Lieferantenbeziehung besteht (vertikale Synergien) oder deren

¹⁵³⁵ Zum technischen Verfahren siehe sogleich *sub bb) Implementierung*.

¹⁵³⁶ Damit können von dem Übernehmer keine Grundlagenbeschlüsse durchgesetzt werden.

¹⁵³⁷ LUTTER in Kölner Kommentar, § 186 RN 69 m.w.N. unter Hinweis auf BGHZ 83, 319, 323.

¹⁵³⁸ Vgl. KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, § 19 RN 1.

¹⁵³⁹ HERRMANN, S. 53. Im Gegensatz zum Rückerwerb eigener Aktien ruhen hier also die Mitgliedsrechte der „geparkten“ Aktien *grundsätzlich* nicht (jedenfalls bis zu einer gegenseitigen Beteiligungshöhe von 25 %). Siehe hierzu im einzelnen sogleich *sub (2)*.

¹⁵⁴⁰ Vgl. HLAWATI/BIRKNER/GRAF, *ecolex* 2000, 84, 86.

¹⁵⁴¹ Der Ausgabekurs der jungen Aktien darf aber nicht unter dem gegenwärtigen Börsenkurs liegen, siehe hierzu eingehend oben bei der regulären Kapitalerhöhung (*sub III.2.b.aa.(1)(h)*) und dem genehmigten Kapital (*sub III.2.b.aa.(2)(f)*).

¹⁵⁴² MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 51.

Geschäftstätigkeit branchenverwandt ist (horizontale Synergien).¹⁵⁴⁴ Hier eignen sich insbesondere Unternehmen, zu denen bereits eine Verbindung in Form von Joint Ventures, einer Forschungsk Kooperation oder ähnlichem besteht. Solche Partnerunternehmen haben ein besonders großes und stabiles Interesse am Fortbestehen der gegenwärtigen Management-, Strategie- sowie Betätigungsstruktur.¹⁵⁴⁵ Unter Umständen (je nach Größe bzw. marktbeherrschender Stellung der beteiligten Unternehmen) kann jedoch aus kartellrechtlichen Gründen gerade eine möglichst branchenfremde Gesellschaft geboten sein.

Schließlich kann auch das Management selbst der Whight Squire sein, also im Rahmen eines partiellen Management Buy Out (MBO) diese Position einnehmen, indem es ein Kaufangebot z.B. für 20 % der Aktien an alle Aktionäre abgibt. Ideal ist indes – wie soeben erläutert – eine wechselseitige Beteiligung als bloßer Nebeneffekt einer strategischen Kooperation.¹⁵⁴⁶

cc) Materiell-rechtliche Zulässigkeit

Wechselseitige Beteiligungen sind grundsätzlich zulässig. Das Aktiengesetz unterscheidet wechselseitige Beteiligungen nach der Höhe des anteiligen Beteiligungsbesitzes. Im Gesetzessinne liegt gemäß § 19 AktG eine wechselseitige Beteiligung erst dann vor, wenn die Schwelle einer 25 %-igen Beteiligung überschritten ist. Rechtliche Konsequenzen sind demnach für alle gegenseitigen Beteiligungen unterhalb der Schwelle des § 19 AktG nicht angeordnet. Liegt der gegenseitige Beteiligungsbesitz oberhalb der 25 %-Schwelle, so differenziert das Aktiengesetz – für Kapitalgesellschaften mit Sitz im Inland – zwischen einfachen wechselseitigen Beteiligungen und qualifizierten Formen wechselseitiger Beteiligungen.

(1) Einfach wechselseitige Beteiligung

Eine einfache wechselseitige Beteiligung i.S.d. § 19 I AktG besteht, wenn zwei Unternehmen mehr als 25 % der Aktien des jeweils anderen Unternehmens halten. Dabei darf aber keines der Unternehmen an dem jeweils anderen über eine Mehrheitsbeteiligung i.S.d. § 16 AktG (über 50 %) verfügen *oder* sonst beherrschenden Einfluß auf das andere Unternehmen ausüben können (§ 19 II, III i.V.m. § 17 AktG). Die genaue Berechnung¹⁵⁴⁷ erfolgt gemäß § 19 I 2 AktG i.V.m. § 16 II 1, IV AktG. Maßgeblich ist hierbei nur die Höhe der *Kapitalbeteiligung* und nicht die Stimmrechtsanzahl.¹⁵⁴⁸ Eine „sonstige Beherrschung“, d.h. Beherrschung ohne Mehrheitsbeteiligung, kann insbesondere dann vorliegen, wenn besonders viele Aktien sich in Streubesitz befinden. Ausschlaggebend ist freilich auch die regelmäßige Präsenz in der Hauptversammlung aber auch eine etwaige Personenidentität der Leitungspersonen.¹⁵⁴⁹ Der Grund für die Maximalgrenze von 50 % liegt in der eingangs erwähnten Gefahr

¹⁵⁴³ Vgl. hierzu insbesondere HERRMANN, S. 57 ff.

¹⁵⁴⁴ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2318.

¹⁵⁴⁵ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2318.

¹⁵⁴⁶ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 704.

¹⁵⁴⁷ Unter Hinzurechnung von mittelbar gehaltenen oder für Rechnung der Gesellschaft gehaltenen Anteilen.

¹⁵⁴⁸ Weil in § 19 I 2 AktG kein Verweis auf § 16 III AktG erfolgt; vgl. HÜFFER, § 19 RN 3.

¹⁵⁴⁹ HÜFFER, § 17 RN 9 m.w.N. und unter Anführung von Beispielen, u.a. von Volkswagen mit einer Beteiligung von 20 % bei 37 % Präsenz in der Hauptversammlung im mehrjährigen Durchschnitt.

der übermäßigen Kapitalverwässerung. Andernfalls würde die Gesellschaft sich selbst (mehrheitlich) „halten“.

Immerhin sind damit – vorausgesetzt es liegt keine sonstige Beherrschung vor – gegenseitige Beteiligungen bis jeweils 50 % der Anteile möglich. Wirtschaftlich bedeutet dies, daß nach einem 50 %-igen Erwerb der eigenen Aktien durch eine je 50 %-ige „Tochter“, die eine Gesellschaft an der anderen, damit eigene Aktien in Höhe von 25 % hält. Die §§ 19 II, III, 71f. AktG greifen dann nicht.¹⁵⁵⁰

(2) Rechtsfolgen einfach wechselseitiger Beteiligungen

Sobald einer Gesellschaft das Bestehen einer wechselseitigen Beteiligung von 25 % oder mehr seitens der anderen Gesellschaft bekanntgeworden ist oder nach §§ 20 III und 21 I AktG mitgeteilt wurde, können gemäß §§ 328 I 1, 19 AktG nur noch Rechte aus den Anteilen an dem anderen Unternehmen bis zur Höhe von 25 % ausgeübt werden. Dabei wird gemäß § 328 II AktG immer die Gesellschaft privilegiert, die zuerst die 25 %-Grenze überschritten und eine entsprechende Mitteilung gemacht hat. Gehören dem betroffenen Unternehmen über 25 % hinaus Anteile an dem anderen Unternehmen, so unterliegen die daraus abgeleiteten Rechte einer Ausübungssperre.¹⁵⁵¹

Darüber hinaus ist – für den gesamten Beteiligungsbesitz an börsennotierten Unternehmen – gemäß § 328 III AktG das Stimmrecht in der Hauptversammlung für die Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern ganz suspendiert.¹⁵⁵²

Damit ergibt sich als maximal sanktionslos zulässige, wechselseitige Beteiligung folgende Konstellation: Unternehmen A hält am Unternehmen B 25 % und umgekehrt hält B an A 50 %. Die 50 %-ige Begrenzung ergibt sich aus dem Verbot der gegenseitigen Mehrheitsbeteiligung, die 25 %-ige Höchstbeteiligung wird erzwungen durch die drohende Sanktion der Suspendierung der mitgliedschaftlichen Rechte wie Stimm-, Dividenden- und Bezugsrechte. Weitere Voraussetzung ist, daß keine Beherrschung i.S.d. § 17 AktG vorliegt. Wie bereits erwähnt, ist diese grundsätzlich auch unterhalb einer Mehrheitsbeteiligung (bis zu 50 %) denkbar. Angesprochen sind damit insbesondere die Gesellschaften, in denen die übrigen Aktien eine breite Streuung auf dem Markt aufweisen oder eine Identität der Mandatsträger in den Leitungsorganen der beteiligten Unternehmen hinzukommt.¹⁵⁵³

¹⁵⁵⁰ Siehe hierzu sogleich unten *bei der qualifiziert wechselseitigen Beteiligung (3)*.

¹⁵⁵¹ HÜFFER, § 328 RN 4.

¹⁵⁵² Es handelt sich hierbei um eine Sonderregelung für Aufsichtsratswahlen. Sie wurde mit dem KonTraG in das Aktiengesetz eingefügt. Die Regelung intendiert die Aufrechterhaltung der sogenannten Eigentümerkontrolle. Der Stimmrechtseinfluß des Beteiligungsunternehmens, auf das der Vorstand seinerseits kraft Beteiligung Einfluß nehmen kann, soll hierfür neutralisiert werden, vgl. HÜFFER, § 328 RN 7.

¹⁵⁵³ RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 703. Siehe hierzu bereits *sub (1)*.

(3) Qualifiziert wechselseitige Beteiligungen

Im Falle von qualifiziert wechselseitigen Beteiligungen ist das eine Unternehmen vom anderen bereits abhängig, § 19 II, III AktG. Dabei unterscheidet man wiederum zwischen einseitig¹⁵⁵⁴ und zweiseitig¹⁵⁵⁵ qualifiziert wechselseitigen Beteiligungen. Im ersten Falle besitzt das Unternehmen A am Unternehmen B eine Mehrheitsbeteiligung oder kann sonst beherrschenden Einfluß ausüben, während umgekehrt B an A nur i.S.d. § 19 I AktG beteiligt ist.¹⁵⁵⁶ Im Falle zweiseitig qualifiziert wechselseitigen Beteiligungen sind beide Unternehmen aneinander mehrheitlich beteiligt oder können aufeinander beherrschenden Einfluß ausüben. Zur Feststellung einer Mehrheitsbeteiligung gilt § 16 AktG.

(4) Rechtsfolgen qualifiziert wechselseitiger Beteiligungen

Für qualifiziert wechselseitige Beteiligungen sind nach h.M. die Auswirkungen der §§ 71 ff. AktG über den Erwerb eigener Aktien zu beachten.¹⁵⁵⁷ § 71d S. 2 AktG begründet ein Erwerbsverbot,¹⁵⁵⁸ wenn nicht die Voraussetzungen zum Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 I und II AktG vorliegen. Gemäß § 71d S. 2, 1 AktG darf das abhängige Unternehmen Aktien des beherrschenden Unternehmens (=Zielgesellschaft) nur erwerben, falls dies auch der Zielgesellschaft selbst nach § 71 I Nr. 1-5, 7 und 8, II AktG gestattet wäre.¹⁵⁵⁹ Demgemäß gilt auch die volumenmäßige Begrenzung von 10 % des Grundkapitals (§ 71 II AktG).

Für die herrschende Gesellschaft, deren eigene Aktien davon betroffen sind, gilt dann, nach vorhergehendem pflichtgemäßem Erwerb von der abhängigen Gesellschaft, ein Veräußerungsgebot gemäß § 71c i.V.m. § 71d S. 4 AktG. Die Beteiligung muß von der abhängigen Gesellschaft daher bis auf eine Höchstgrenze von 10 % durch Übertragung auf die herrschende Gesellschaft abgebaut werden. Die herrschende Gesellschaft hat diese sodann zu veräußern.¹⁵⁶⁰ Die herrschende Gesellschaft hat hierzu gemäß § 71d S. 5, 6 AktG einen Anspruch auf Veräußerung der Aktien an sich selbst. Für die Erfüllung ihres Veräußerungsgebotes gemäß § 71c I, II AktG stellt das Gesetz der Gesellschaft eine Frist von mindestens 1 Jahr seit Erwerb der einzelnen, unzulässig erworbenen Aktie(n) zur Verfügung.¹⁵⁶¹ Diese Frist dürfte der Gesellschaft freilich ausreichend Zeit für die Suche nach einem – aus Verwaltungssicht –

¹⁵⁵⁴ Vgl. § 19 II AktG.

¹⁵⁵⁵ Vgl. § 19 III AktG.

¹⁵⁵⁶ HÜFFER, § 19 RN 4.

¹⁵⁵⁷ Nach a.A. ist § 19 II AktG gegenüber den §§ 71 ff. AktG speziell; vgl. zum Verhältnis der Normen HÜFFER, § 19 RN 6 m.w.N.

¹⁵⁵⁸ Zu qualifiziert wechselseitigen Beteiligungen und speziell zum Regelungsgehalt und Telos des § 71d AktG siehe CAHN/FARRENKOPF, AG 1984, 178 ff.

¹⁵⁵⁹ Rechtspolitisch ist diese Anordnung damit zu begründen, daß ansonsten durch wechselseitige Beteiligungen der Rechtsgedanke der §§ 71 ff. AktG umgangen werden könnte.

¹⁵⁶⁰ §§ 71c, 71d S. 4 bis 6 AktG; HÜFFER, § 19 RN 6.

¹⁵⁶¹ Gemäß § 71c II AktG gilt eine dreijährige Frist. Diese gilt aber nur für die Veräußerungspflicht für (i.R.d. Erlaubnistatbestände des § 71 I AktG) zulässigerweise erworbene Aktien. Eine solche Veräußerungspflicht besteht für eigene Aktien – auch wenn deren Erwerb zulässig war –, wenn deren Bestand über 10 % des Grundkapitals hinausgeht. Die Norm betrifft nur die Fälle des § 71 I Nr. 4 bis 6 AktG. Für alle anderen Fälle besteht bereits eine 10 %-Grenze gemäß § 71 II 1 AktG; vgl. hierzu im einzelnen HÜFFER, § 71c RN 4.

willkommenen Aktionär zur Verfügung stellen. An dem dann noch zulässigerweise verbleibenden Restanteil der Beteiligung in Höhe von 10 % des Grundkapitals der Zielgesellschaft können die Rechte jedoch nicht ausgeübt werden.¹⁵⁶²

Im Falle von *zweiseitig* qualifiziert wechselseitigen Beteiligungen entsteht das Problem, daß keine Regelung existiert, welches der beiden Unternehmen nunmehr seine Beteiligung abbauen muß (sog. Perplexität). Die Lösung dieser Frage ist in der Literatur strittig. Lösungsansätze¹⁵⁶³ gehen von einer beiderseitigen Verpflichtung zum Abbau der Beteiligung bis auf 10 % bis zur Ansicht, daß für keines von beiden Unternehmen eine Übertragungs- und Rückführungspflicht bestünde.¹⁵⁶⁴ In jedem Falle ist von einem Ruhen der Mitgliedsrechte während der qualifiziert wechselseitigen Beteiligung gemäß § 71b AktG auszugehen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß ein abhängiges Unternehmen Aktien des herrschenden Unternehmens nur bis zur Höchstgrenze von 10 % des Grundkapitals erwerben darf und auch für diese Anteile keine Rechte ausüben kann. An dem darüber hinausgehend erworbenen Anteilsbesitz muß die abhängige Gesellschaft der herrschenden das Eigentum an den Aktien verschaffen,¹⁵⁶⁵ damit diese in der Lage ist, ihrer Rechtspflicht¹⁵⁶⁶ zur Veräußerung der entsprechenden Anteile binnen Jahresfrist nachzukommen.¹⁵⁶⁷ Werden die Aktien nicht binnen dieser Fristen veräußert, so sind sie gemäß § 237 AktG einzuziehen.¹⁵⁶⁸

Dabei hilft für das Verteidigungsvorhaben gegen unerwünschte Übernahmen auch nicht, daß nur das schuldrechtliche Geschäft über den verbotswidrigen Aktienerwerb nichtig ist und der dingliche Erwerb wirksam bleibt.¹⁵⁶⁹ Zwar ist der Vorstand der herrschenden Gesellschaft für die Veräußerung der Aktien zuständig. Jedoch kann er dabei die Erwerber nicht nach (völlig) freiem Ermessen auswählen, um die Aktien insbesondere bei „befreundeten“ Investoren zu parken. Vielmehr ist er auch hier verpflichtet, den bestmöglichen Preis, bei börsennotierten Aktien über die Börse, zu erzielen.¹⁵⁷⁰ Ein Verkauf an befreundete Dritte auch außerhalb der Börse analog § 186 III 4 AktG kommt hier in der Regel nicht in Betracht. Es ist dies der Gedanke, daß eine Durchbrechung des Gleichbehandlungsgrundsatzes zulässig ist, insoweit

¹⁵⁶² § 71b i.V.m. § 71d S. 4.

¹⁵⁶³ Vgl. HÜFFER, § 19 RN 8.

¹⁵⁶⁴ LUTTER in Kölner Kommentar, § 71d RN 48; HÜFFER, § 19 RN 8 und § 71d RN 7.

¹⁵⁶⁵ Dies ist der abhängigen Gesellschaft möglich. Der verbotswidrig erfolgte Erwerb ist gemäß §§ 71d S. 4, 71 IV AktG zwar schuldrechtlich unwirksam aber dinglich wirksam.

¹⁵⁶⁶ Verstöße gegen diese Rechtspflicht stellen eine Ordnungswidrigkeit gemäß § 405 I Nr. 4b OWiG dar und machen den Vorstand und Aufsichtsrat gegebenenfalls schadensersatzpflichtig gemäß §§ 93, 116 AktG, vgl. hierzu HÜFFER, § 71c RN 9.

¹⁵⁶⁷ Vgl. HÜFFER, § 71d RN 20.

¹⁵⁶⁸ Vgl. § 71c III AktG.

¹⁵⁶⁹ § 71d S. 4 AktG i.V.m. § 71 IV AktG; insoweit offenbar anderer Ansicht WEISNER, S. 240. – Aus der schuldrechtlichen Unwirksamkeit folgt für den Veräußerer zudem ein Rückgewähranspruch gegenüber der abhängigen Gesellschaft als Erwerber. Naturgemäß werden solche Rückgewähransprüche jedoch nur dann geltend gemacht, wenn ursprünglich zu einem ungünstigen Preis veräußert wurde. Diese Rechtsfolge kann möglicherweise umgangen werden, wenn der Erwerb seitens eines ausländischen Tochterunternehmens vorgenommen wird und der Kaufvertrag ausländischem (Schuld-)Recht unterliegt, wie OTTO (DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10 m.w.N.) vorschlägt.

¹⁵⁷⁰ Vgl. HÜFFER, § 71d RN 7. A.A. offenbar OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 10; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, S. 1, 136 und wohl auch WEISNER, S. 240.

ein Ausschluß des Bezugsrechtes zulässig wäre. Gemäß § 186 III 4 AktG ist dies gegeben, wenn die Veräußerung nahe am Börsenpreis erfolgt und das Volumen 10 % des Grundkapitals der emittierenden Gesellschaft nicht übersteigt. Dieses Volumen wird aber bei Auflösung einer qualifiziert wechselseitigen Beteiligung¹⁵⁷¹ regelmäßig deutlich überschritten.

Insgesamt scheidet daher eine wechselseitige Beteiligung zwischen zwei Gesellschaften, die in einem Abhängigkeitsverhältnis zueinander stehen (qualifiziert wechselseitige Beteiligung) für die *präventive*¹⁵⁷² Abwehr unerwünschter Übernahmeversuche aus.

dd) Zirkulär wechselseitige, sog. ringförmige Beteiligungen

Bei einer sogenannten ringförmigen Beteiligung erwerben mehrere Unternehmen gegenseitig Kapitalbeteiligungen. Dabei hält die Gesellschaft A Anteile an Gesellschaft B, die ihrerseits Anteile an Gesellschaft C hält. Gesellschaft C wiederum beteiligt sich an Gesellschaft A.

Wenn dabei die Zielgesellschaft A an Gesellschaft B, B an Gesellschaft C und C ihrerseits an A zu je genau 50 % beteiligt ist, so kann (letztlich wie bei einer wechselseitigen Beteiligung gemäß §§ 19 I, 328 AktG) höchstens eine 12,5 %-ige wirtschaftliche Eigenbeteiligung erzielt werden. Eine solche ringförmige Beteiligung wird grundsätzlich nicht von § 19 AktG erfaßt, da keine wechselseitige Beteiligung in diesem Sinne vorliegt.

Etwas anderes gilt gemäß § 19 I 2 AktG lediglich, wenn eine der Beteiligungen innerhalb des Ringes 50 % überschreitet. Dann werden nämlich der Aktienbesitz, der gemäß § 17 AktG abhängigen und der beherrschenden Gesellschaft an dem dritten Unternehmen gemäß § 16 IV AktG zusammengerechnet. Falls dann der gemeinsame Aktienbesitz an der dritten Gesellschaft 25 % überschreitet, sind die Bestimmungen über wechselseitige Beteiligungen anzuwenden, § 19 I 2 AktG. Somit werden Beteiligungen hinzugerechnet, die von zwischen-geschalteten, in Mehrheitsbesitz befindlichen oder sonst abhängigen Gesellschaften gehalten werden.

ee) Besonderheiten mit ausländischen Unternehmen

Wechselseitige Beteiligungen mit ausländischen Unternehmen werden von den §§ 19, 328 AktG ausdrücklich nicht erfaßt. Der Legaldefinition in § 19 I AktG entsprechend ist davon auszugehen, daß eine wechselseitige Beteiligung nicht vorliegt, sobald auch nur eines der beiden Unternehmen seinen Sitz im Ausland hat. Solche wechselseitigen Beteiligungen wären demnach uneingeschränkt und sanktionslos zulässig.¹⁵⁷³ Die ganz überwiegende Meinung in der Literatur will diese Lücke im Gesetz jedoch nicht offen lassen und greift auf allgemeine

¹⁵⁷¹ Im Gegensatz zur Veräußerung nach einem Erwerb eigener Aktien, wo etwa die Ermächtigung zum Erwerb gemäß § 71 I Nr. 8 AktG von vornherein nur auf 10 % des Grundkapitals beschränkt ist, vgl. hierzu sogleich unten *sub* (6).

¹⁵⁷² Für die Abwehr eines konkreten Übernahmeversuchs ist dies anders, kann dort doch gegebenenfalls die Beteiligung entgegen den Vorschriften der §§ 71 ff. AktG erworben werden und dann nach Abklingen der akuten Übernahmegefahr (binnen Jahresfrist) rechtmäßig wieder veräußert werden. Damit sind eventuell gefährliche Streubesitzanteile für die Zeit des Übernahmekampfes aus dem Verkehr gezogen worden.

¹⁵⁷³ Vgl. WASTL/WAGNER, AG 1997, 243, 247.

Prinzipien des Aktienrechts zurück.¹⁵⁷⁴ Die §§ 19, 328 AktG erlauben als *leges speciales* eine Ausnahme zu dem grundsätzlichen Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 I 1 AktG. Auch grenzüberschreitende wechselseitige Beteiligungen führen wirtschaftlich zu einer Einlagenrückgewähr.¹⁵⁷⁵ Einzelne Stimmen halten daher wechselseitige Beteiligungen unter Einschluß ausländischer Gesellschaften, wegen der Gefahr der Kapitalverwässerung auf derartige Unternehmensverbindungen gemäß § 57 I AktG, generell für unzulässig.¹⁵⁷⁶

Ein deutsches Unternehmen, das an einer ausländischen Gesellschaft wechselseitig beteiligt ist, darf aber nach richtiger Ansicht bezüglich der Ausübung seiner Stimmrechte an diesem nicht strenger behandelt werden als bei wechselseitigen Beteiligungen mit inländischen Unternehmen.¹⁵⁷⁷ Schließlich wollte der Gesetzgeber gegenseitige Beteiligungen generell erst oberhalb einer Sperrminorität beschränken.¹⁵⁷⁸ Die Anwendbarkeit der §§ 19 I, 328 AktG wurde nur deshalb auf inländische Unternehmen beschränkt, weil die Beteiligung ausländischer an inländischen Unternehmen nicht durch deutsche Gesetze einschränkbar ist und somit nicht beide Unternehmen erfaßt werden können.¹⁵⁷⁹ Demnach darf eine deutsche Zielgesellschaft mindestens 25 % des Kapitals eines ausländischen Unternehmens erwerben. Dessen Beteiligung an der Zielgesellschaft wird durch das Gesellschaftsrecht seines Landes beschränkt.¹⁵⁸⁰

Sobald jedoch eine Beteiligung der Zielgesellschaft an einem ausländischen Unternehmen die Quote von 25 % überschreitet, muß die Ausübung der darüber hinausgehenden Mitgliedschaftsrechte entsprechend der Wertung in § 57 I 1 AktG untersagt bleiben.¹⁵⁸¹ Falls eine deutsche Zielgesellschaft an einem ausländischen Unternehmen eine Mehrheitsbeteiligung besitzt oder dieses beherrscht, so sind die Bestimmungen über verbundene Unternehmen unstreitig auf den deutschen Beteiligungspartner entsprechend anwendbar.¹⁵⁸² Konsequenterweise gelten dann auch § 19 II und III für eine Zielgesellschaft entsprechend.¹⁵⁸³

Damit unterliegen sowohl einfach als auch qualifiziert wechselseitige Beteiligungen unter Einbeziehung ausländischer Unternehmen im Ergebnis den selben Sanktionen und Beschränkungen wie solche ausschließlich zwischen Unternehmen mit Sitz im Inland.

ff) Zusammenfassende Bewertung

Wegen den Beschränkungen aus den Verboten der Einlagenrückgewähr (§ 57 I AktG) und dem Erwerb eigener Aktien (§§ 71, 71d S. 2 AktG) scheiden *qualifiziert wechselseitige* Beteiligungen für die präventive Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeveruche im Grund-

¹⁵⁷⁴ Siehe die Nachweise bei WASTL/WAGNER, AG 1997, 243, 247.

¹⁵⁷⁵ LUTTER in Kölner Kommentar, § 57 RN 35; HERRMANN, S. 56 m.w.N.

¹⁵⁷⁶ HETTLAGE, AG 1981, 92, 97.

¹⁵⁷⁷ Vgl. KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, § 19 RN 23 f.; a.A. HETTLAGE, AG 1981, 92, 97.

¹⁵⁷⁸ HERRMANN, S. 57 mit Hinweis auf die Begr. RegE bei Kropff, S. 104.

¹⁵⁷⁹ Vgl. KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, § 19 RN 23 f.

¹⁵⁸⁰ Vgl. KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, § 19 RN 23 f. Anderer Ansicht mit differenzierender Begründung WASTL/WAGNER, AG 1997, 243, 248.

¹⁵⁸¹ Vgl. HERRMANN, S. 57 mit Hinweis auf EMMERICH, FS Westermann, 55, 69.

¹⁵⁸² Vgl. KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, Vorb. § 15 RN 32.

¹⁵⁸³ Vgl. KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, Vorb. § 15 RN 32.

satz aus. Werden dennoch wechselseitige Beteiligungen entgegen diesen Verboten der Einlagenrückgewähr sowie des Erwerbs eigener Aktien eingegangen, so sind die rechtlichen Konsequenzen zwar scheinbar relativ milde. Für die hier verfolgten Zwecke der prophylaktischen Abwehr feindlicher Übernahmen sind sogenannte qualifiziert wechselseitige Beteiligungen jedoch weitgehend unbrauchbar. Selbst die zulässige Beteiligung in Höhe von 10 % des Grundkapitals am herrschenden Unternehmen vermag für den Fall eines unerwünschten Übernahmeangebotes gegenüber dem herrschenden Unternehmen noch keine Abwehrwirkung zu entfalten: Allein der 10 %-ige Beteiligungsbesitz kann einen unerwünschten Übernehmer nicht in dessen Unternehmenspolitik behindern. Und selbst um die Mitgliedschaftsrechte an diesem Aktienpaket i.H.v. 10 % wieder aufleben zu lassen, müßten sie erst an einen (befreundeten) Dritten übertragen werden. Gemäß § 71c S. 4 AktG i.V.m. § 71b AktG ruhen im Falle des verbotswidrigen Erwerbs die mitgliedschaftlichen Rechte der betroffenen Aktien, solange wie diese entweder von der erwerbenden Gesellschaft oder von der ausgebenden Gesellschaft gehalten werden. Auch wenn während dieses Zeitraumes durch die Reduzierung des freien Streubesitzes die Stimmkraft der freien Streubesitzaktien absolut reduziert ist, so bleibt sie relativ im Verhältnis zu verbliebenen stimmberechtigten Paketbeteiligungen unverändert.

Ohne Einschränkungen zulässig ist jedoch der gegenseitige Erwerb von „Sperrminoritäten bis zu 25 %“. Damit ist immerhin gewährleistet, daß ein (unerwünschter) Übernehmer nach Erwerb der Aktienmehrheit an der Zielgesellschaft ohne Mitwirkung des Inhabers der Sperrminorität keine Beschlüsse in der Hauptversammlung durchsetzen kann, die einer qualifizierten Kapitalmehrheit bedürfen. *Einfach wechselseitige Beteiligungen*¹⁵⁸⁴ sind damit – ohne daß es eines aufwendigen Verfahrens wie etwa bei Kapitalerhöhungsmaßnahmen oder dem Rück-erwerb eigener Aktien bedarf – sehr wirksame Maßnahmen, um eine Reduzierung des Streubesitzanteiles und eine teilweise Kontrolle des Aktionärskreises zu erzielen. Für sogenannte Ringbeteiligungen und auch für wechselseitige Beteiligungen mit ausländischen Unternehmen gilt letztlich nichts anderes.

Generell führen jedoch gegenseitige Beteiligungen zu Abhängigkeiten unter den beteiligten Unternehmen. Schließlich ist ein starker Einfluß der beteiligten Unternehmen auf die eigene Gesellschaft – zur Abwehr oder als Gegenpol zu potentiellen unerwünscht starken Aktionären – intendiert. Damit ist eben auch der Einfluß des jeweils anderen Unternehmens in Bereiche der eigenen Unternehmenspolitik gegeben, in denen dieser möglicherweise eher unerwünscht ist. Je stärker der gezielt geschaffene freundliche Beteiligungsblock ist, desto größer ist auch die potentielle Abhängigkeit in allen anderen Fragen der Unternehmenspolitik. Schließlich ist die Gefahr zu besorgen, daß eine eigenständige Unternehmensleitung durch den Vorstand der Aktiengesellschaft, entsprechend dem gesetzlichen Leitbild gemäß § 76 I AktG, nicht mehr

¹⁵⁸⁴ Je nach Verteilung des Beteiligungsbesitzes im konkreten Einzelfall kann auch schon eine gegenseitige Beteiligung unter 25 % des Grundkapitals am jeweils anderen Unternehmen eine Abwehrfunktion erfüllen. Dann liegt noch gar keine wechselseitige Beteiligung im Rechtssinne vor. Dementsprechend unterliegt diese auch keinen rechtlichen Beschränkungen und Sanktionen.

gewährleistet ist.¹⁵⁸⁵ Dabei kann es auch in Übernahmekämpfen möglicherweise zu ermüdenden Konsentierungsbemühungen unter den gegenseitig oder ringförmig beteiligten Unternehmen kommen. Ganz entscheidend hängt der Wirkungsgrad der Methode der gegenseitigen Beteiligung von einer stabilen Kooperation zwischen den Leitungsorganen der beteiligten Gesellschaften ab.¹⁵⁸⁶

Zudem besteht grundsätzlich die Gefahr, daß sich ein Whight Squire (auch bei sorgfältiger Auswahl) einmal in einen unerwünschten Übernehmer verwandeln kann, der dann bereits über einen starken Brückenkopf verfügt.¹⁵⁸⁷ Schließlich ist eine wechselseitige Beteiligung sehr kostenintensiv und erfordert eine große finanzielle Flexibilität.

Eine entscheidende Schwächung des Instruments der wechselseitigen Beteiligung als Verteidigungsmittel ist mit der durch das KonTraG eingefügten Sonderregelung¹⁵⁸⁸ in § 328 III AktG eingetreten: Danach kann eine wechselseitige Beteiligung keinen Einfluß auf die Ausübung des Stimmrechtes bei Wahlen zum Aufsichtsrat haben. Einer Abberufung der Anteilseignervertreter des Aufsichtsrates vor Ablauf deren Amtszeiten gemäß § 103 I AktG seitens des Übernehmers kann damit nicht vorgebeugt werden.

d) Abschluß von Stimmbindungsverträgen

Stimmbindungsverträge zwischen Aktionären kumulieren die Stimmrechtsmacht bei einer Aktionärsgruppe.¹⁵⁸⁹

aa) Wirkungsweise und rechtliche Zulässigkeit¹⁵⁹⁰

Der Einsatz von Stimmbindungsverträgen zur Vermeidung der Kontrolle der Hauptversammlung durch einen unerwünschten Aktionär stellt das Spiegelbild zu den Stimmbindungskon-

¹⁵⁸⁵ Wechselseitige Beteiligungen werden vielfach rechtspolitisch kritisiert. Zu Recht wird die Gefahr der Kapitalverwässerung und der Verselbständigung der Verwaltung angeführt.

¹⁵⁸⁶ Die Kontinuität eines kooperativen Klimas zwischen Vorständen verschiedener Aktiengesellschaften ist freilich nur kurz- oder mittelfristig vorhersehbar. Spätestens im Zeitpunkt des Ablaufes der Amtszeiten der Organmitglieder können sich die Verhältnisse schlagartig umkehren; vgl. auch HLAWATI/BIRKNER/ GRAF *ecolx* 2000, 84, 86, die in diesem Zusammenhang von gegenseitigem Vertrauen sprechen. Solches (bloßes) Vertrauen kann sich immer wieder „Proben“ ausgesetzt sehen und vermittelt eben gerade keine „Garantie“.

¹⁵⁸⁷ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2318.

¹⁵⁸⁸ Die Sonderregelung bezweckt, die sogenannte Eigentümerkontrolle ungeschmälert durchzusetzen, soweit es um die Besetzung eines Organs geht, dem Bestellung und Überwachung der Vorstandsmitglieder obliegen (§§ 84, 111 AktG), HÜFFER, § 328 RN 7 mit Hinweisen auf die Regierungsbegründung. Die Ausübung der Versammlungsrechte soll dadurch ungeschmälert bleiben, indem der Stimmrechtseinfluß des Beteiligungsunternehmens, auf das der Vorstand kraft seiner Beteiligung Einfluß nehmen kann, neutralisiert wird, HÜFFER, a.a.O.

¹⁵⁸⁹ Allgemein zu Modifikationen des Stimmrechtes siehe bereits oben bei den Maßnahmen, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, *sub III.2.a.*

¹⁵⁹⁰ Zu Stimmbindungsverträgen (auch im Rechtsvergleich mit Frankreich und dem Vereinigten Königreich) siehe BÜSSEMAKER, S. 23 ff.

sortien eines unerwünschten Aktionärs zur Umgehung von eingerichteten Höchststimmrechten dar.¹⁵⁹¹

Durch konzertiertes Vorgehen und Abstimmverhalten in der Hauptversammlung kann somit ein starker, möglicherweise unüberwindlicher Gegenpart gegenüber einem dritten, unerwünschten Aktionär entstehen. Der Vorstand kann hierzu nur Anregungen in Zusammenarbeit mit loyalem Blockbesitz geben. Technisch wird das so gestaltet, daß sich die beteiligten Parteien – allesamt Aktionäre der potentiellen Zielgesellschaft – gegenseitig zur einheitlichen Stimmabgabe in der Hauptversammlung verpflichten. Die Zulässigkeit solcher Verträge¹⁵⁹² wird allgemein aus § 136 II AktG e contrario hergeleitet. § 136 II AktG verbietet – mit der Rechtsfolge der Nichtigkeit – *vertikale* Stimmbindungsverträge, wonach es untersagt ist, daß sich Aktionäre den Weisungen der Leitungs- bzw. Aufsichtsorgane (Vorstand und Aufsichtsrat) oder von der Gesellschaft abhängigen Unternehmen unterwerfen.¹⁵⁹³

bb) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten

Die Stimmbindungsverträge sind lediglich schuldrechtlicher Natur. Ein vertragswidriges Verhalten einzelner Vertragsparteien hat auf die Rechtmäßigkeit des betreffenden Hauptversammlungsbeschlusses keinen Einfluß.¹⁵⁹⁴ Ob sich die „ausscherenden“ Aktionäre hierbei im Einzelfall selbstmotiviert autonom verhalten oder seitens des unerwünschten Aktionärs „überzeugt“ werden, kann dahin stehen. Zwar ist das Anbieten oder Fordern einer Gegenleistung für ein bestimmtes Wahlverhalten in der Hauptversammlung in § 405 III Nr. 6 und 7 AktG als Ordnungswidrigkeit pönalisiert, jedoch ist in solch einem Falle ein möglicher „Ankläger“ nicht ersichtlich. Die Abschreckungswirkung auf die potentiellen „Täter“ dürfte daher eher gering sein.

Auch durch zivilrechtliche Rechtsmittel können vertragsbrüchige Aktionäre praktisch nicht diszipliniert werden. In Frage kommen, neben Schadensersatzansprüchen, (vorbeugende) Unterlassungsklagen¹⁵⁹⁵ bzw. – in Eilfällen – die einstweilige Verfügung. In ihrer Wirkung sind solche gerichtlichen Schritte jedoch als unbedeutend einzustufen.¹⁵⁹⁶ Diskutiert wird

¹⁵⁹¹ Zu Stimmbindungskonsortien bzw. Abstimmungsvereinbarungen unter unerwünschten Aktionären zur Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen siehe eingehend oben *sub A. III. 2. a. cc* (4).

¹⁵⁹² Zur Gültigkeit solcher Abstimmungsvereinbarungen grundlegend BOESEBECK, NJW 1960, 7 ff.; HABERSACK, ZHR 2000, 1, 8 ff.

¹⁵⁹³ Freilich ist auch eine Bevollmächtigung der Gesellschaft oder deren Leitungsorgane zur Stimmrechtsausübung nicht zulässig, vgl. HÜFFER, § 136 RN 25; es wird jedoch vertreten, daß sich auch die Mitglieder der Leitungsorgane – allerdings als Privatpersonen – an solchen Stimmbindungsverträgen beteiligen können, ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 134 RN 79.

¹⁵⁹⁴ Allg. M., HÜFFER, § 133 RN 26 m.w.N.

¹⁵⁹⁵ Eine (schlichte) Unterlassungsklage kommt nur in Betracht, wenn der abtrünnige Aktionär ein Wiederholungstäter ist und die Gefahr einer erneuten Vertragsbrüchigkeit zu besorgen ist. Eine echte Prophylaxe kann daher, wenn überhaupt, nur die *vorbeugende* Unterlassungsklage bieten.

¹⁵⁹⁶ WEISNER, S. 171 nennt in diesem Zusammenhang die Möglichkeit einer „vorbeugenden“ Klage gemäß § 259 ZPO auf vertragsgemäßes Verhalten. Zutreffend weist er darauf hin, daß sich naturgemäß entsprechende konkrete Anhaltspunkte schon im Vorfeld einer Abstimmung ergeben müßten. Aus praktischen Gründen wird es für solche Klagen jedoch wenig Anwendungsfälle geben: Das abtrünnige „Konsortiumsmitglied“ müßte seine entsprechenden Absichten dann schon so rechtzeitig und eindeutig dokumentieren, daß die Entscheidung über die Klage oder einstweilige Verfügung noch rechtzeitig ergehen kann. Die

daneben noch die Möglichkeit der Erhebung einer Erfüllungsklage aus dem Stimmbindungsvertrag auf vertragsgemäßes Stimmverhalten. Die rechtliche Zulässigkeit¹⁵⁹⁷ einer solchen Klage ist umstritten und kann hier dahinstehen. Schließlich wird auch eine Erfüllungsklage im Rahmen der Abwehr eines unerwünschten Aktionärs, respektive zur Unterdrückung dessen Stimmrechtseinflusses in der Hauptversammlung, regelmäßig zu spät kommen.¹⁵⁹⁸

Will man vertragsgemäßes Stimmverhalten absichern, erscheint die Einbringung der von dem Stimmbindungsvertrag betroffenen Aktien in eine BGB-Gesellschaft einzig als sinnvoll. Die Vertragsparteien sind sodann nur zur gesamten Hand über ihre Rechte an den Aktien verfügbefugt. Zur Stimmrechtsausübung wird dabei ein gemeinschaftlicher Vertreter bestellt, vgl. § 69 I AktG.

Nicht viel weniger Sicherheit verspricht die Vereinbarung von möglichst hohen Vertragsstrafen für abtrünniges Stimmverhalten.

In beiden Fällen ist jedoch fragwürdig, mit welchen Mitteln der Vorstand einer potentiellen Zielgesellschaft die beteiligten Aktionäre zum Abschluß solcher Stimmbindungsverträge motivieren kann.¹⁵⁹⁹ Dies um so mehr, wenn man – wie soeben dargestellt – verlässliche Sicherheit erst durch Einbringung der Aktien in eine BGB-Gesellschaft oder durch Vereinbarung empfindlicher Vertragsstrafen erlangt. Schließlich entledigen sich die beteiligten Aktionäre in beiden Fällen faktisch ihres stärksten mitgliedschaftlichen Rechtes an der Gesellschaft. Bedenkt man, daß ein entsprechender Stimmbindungsvertrag nur mit relativ wenigen Aktionären praktikabel und realistisch erscheint, so müssen diese wenigen Beteiligten allesamt einen erheblichen Anteil an der Gesellschaft halten. In entsprechenden Konsortialverträgen wären also erhebliche Geldmittel der einzelnen Vertragsparteien gebunden. Eine solche Bindung von großen Ressourcen erscheint aus ökonomischen Gründen nur in Verbindung mit einem bedeutenden gemeinsamen Ziel nachvollziehbar. Ausreichend wird nicht die bloße Gewährung der Sicherheit vor der unerwünschten Kontrolle der Hauptversammlung durch das Stimmverhalten eines – jedenfalls auch von den Vertragsparteien – unerwünschten Aktionärs sein. Schließlich können sich die beteiligten Parteien ihr Stimmverhalten für den konkreten Tagesordnungspunkt im Einzelfall genauso gut vorbehalten. Die Einsicht der Notwendigkeit eines

Rechtzeitigkeit unterstellt, wird ein erfolgreiches gerichtliches Vorgehen, wenn schon nicht an der Zulässigkeit (insoweit auch kritisch WEISNER, a.a.O. m.w.N.), so doch jedenfalls an der Begründetheit scheitern. Schließlich müßte die Besorgnis des künftig vertragswidrigen Stimmverhaltens zur Überzeugung des Gerichtes dargelegt und gegebenenfalls bewiesen werden. Bei entsprechend professionellem Vorgehen des „abtrünnigen“ Vertragspartners dürfte dies nur schwerlich gelingen.

¹⁵⁹⁷ Der BGH hat die Erfüllungsklage in BGHZ 48, 163, 169 ff. – betreffend einer Abstimmungsvereinbarung unter GmbH-Gesellschaftern – zugelassen. Nach heute h.M. begründen zulässige Stimmbindungen einen klagbaren Erfüllungsanspruch, vgl. hierzu BÜSSEMAKER, S. 47 ff., HÜFFER, § 133 RN 29 m.w.N.

¹⁵⁹⁸ Es sei lediglich erwähnt, daß insbesondere eine etwaige Zwangsvollstreckung solcher Entscheidungen äußerst strittig ist. Immerhin hat der BGH in seiner Entscheidung BGHZ 48, 163 jedoch die Stimmrechtsbindung „...nach Maßgabe des § 894 ZPO [für] vollstreckbar“ erklärt.

¹⁵⁹⁹ Freilich bedarf die Installation dieser Maßnahme keines Hauptversammlungsbeschlusses. Die systematische Einordnung dieser Maßnahme erfolgt dennoch hier, weil der Vorstand diese Maßnahme nicht autonom implementieren kann, sondern er im Gegenteil lediglich entsprechende Impulse gegenüber geeigneten Aktionären vermitteln kann.

konzertierten Vorgehens muß bei den potentiellen Vertragsparteien sehr tief sein, um sich solch einem Vertrag zu unterwerfen.

cc) Ergebnis

Insgesamt funktioniert die Methode aus rein praktischen Gründen nur bei Gesellschaften mit einer gewissen Blockbildung. Bei sehr breiter Streuung der Anteile ist ein Stimmbindungsvertrag nicht praktikabel. Der Vorstand kann nur Impulse zum Abschluß von Stimmbindungsverträgen geben und ist dabei auf die Verwaltungstreue geneigter Aktionäre angewiesen.

3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern

Um zu verhindern, daß der unerwünschte Bieter, die dritte Schwelle zur Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft überwindet und damit die Kontrolle in Aufsichtsrat und Vorstand gewinnt, können ohne satzungsändernden Hauptversammlungsbeschluß kaum Modifizierungen vorgenommen werden.

a) Vornahme managementspezifischer Investitionen und Verfolgung komplexer Strategien

In Einzelfällen kann versucht werden eine Unentbehrlichkeit des gegenwärtigen Managements und Vorstands durch hohe gebundene Kosten („sunk costs“) zu erzeugen, die dem Aufsichtsgremium bzw. dem neuen Eigentümer die Ablösung des alten Managements erschweren. Dies kann etwa mittels laufender Inanspruchnahme von Absatzkanälen auf der Basis privater Beziehungen oder Aufbau abhängiger Mannschaften geschehen. Hier bildet sich auch eine mögliche Schnittstelle mit dem Aufbau von Überkreuzbeteiligungen.

b) Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder

Wie bei der Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsrates ist es möglich, die Bestellzeiten auch der Vorstandsmitglieder zeitlich zu fächern. Die Amtszeit des Vorstandes dauert gemäß § 84 I 1 AktG maximal 5 Jahre. Die Bestelldauer kann jedoch auch für einzelne Vorstandsmitglieder zunächst auch kürzer sein. Nur eine übermäßig kurze Bestelldauer, etwa unter einem Jahr, gilt als pflichtwidrig.¹⁶⁰⁰ Es bietet sich zum Beispiel an, den Vorstand auf eine neue Amtszeit von 5 Jahren zu bestellen, kurz bevor der „alte“ Aufsichtsrat abgelöst wird.¹⁶⁰¹ Problematisch kann allerdings eine Einigung zwischen dem Aufsichtsrat und den Vorstandsmitgliedern, insbesondere jenen, für die eine kürzere Bestelldauer vorgesehen ist, sein.

¹⁶⁰⁰ Vgl. HÜFFER, § 84 RN 7.

¹⁶⁰¹ Vgl. hierzu WERNER, Probleme feindlicher Übernahmeangebote, S. 27.

B. Reaktionen / Ad-hoc-Maßnahmen

Der Bereich der reaktiven Verteidigungsmaßnahmen beginnt spätestens mit dem Erhalt eines Übernahmeangebotes. Spätestens deshalb, weil möglicherweise auch schon vor der offiziellen Bekanntgabe oder Veröffentlichung eines öffentlichen Übernahmeangebotes die taktischen Vorteile reaktiven Handelns ausgenutzt werden können. Dies ist die Phase, in der das Übernahmehaben eines konkreten Bieters gerüchteweise bekanntgeworden ist. Obwohl also noch kein Übernahmeangebot vorliegt und damit die Regelungen des WpÜG noch nicht anwendbar sind, kann in diesen Fällen gezielt etwa eine Verwässerung des Beteiligungsbesitzes des potentiellen Bieters (z.B. durch den Rückerwerb eigener Aktien, Ausgabe genehmigten Kapitals unter Ausschluß des Bezugsrechts) betrieben oder ein vorauseilendes (Gegen-)Angebot (sog. Pac Man-Verteidigung) abgegeben werden. Schließlich kann die Investor Relations-Tätigkeit intensiviert werden, um u.a. den Kurs zu stimulieren und nicht zuletzt um Zeit zu gewinnen, kann bereits mit der Suche nach einem White Knight begonnen werden.

In rechtlicher Hinsicht ist jedoch für die Bestimmung der Reaktionsphase, an ein konkretes Übernahmeangebot anzuknüpfen. Aus Sicht des Vorstandes sind in der Phase nach Bekanntgabe des Übernahmeangebotes die wesentlichen Angriffspunkte die generelle Aktionärsloyalität und die Beseitigung der Wertschöpfungskluft zwischen dem aktuellen Aktienkurs und dem Gebotspreis des Bieters. Daneben sind zum einen aktuell zu implementierende technische Abwehrmethoden zu prüfen und zum anderen etwaige durch die Hauptversammlung präventiv bereitgestellte Maßnahmen einzusetzen.

I. Positive Handlungspflichten des Vorstandes

Kraft seiner Leitungsmacht und Geschäftsführungsbefugnis verfügt der Vorstand über die besten Informationen bezüglich der Aktiengesellschaft. Mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe eines Übernahmeangebotes beginnt für die Aktionäre der Zielgesellschaft die Bedenkzeit, ob sie das Angebot annehmen wollen oder nicht. Daher muß der Vorstand in diesem Zeitpunkt die Aktionäre möglichst umfassend mit allen für eine Verkaufsentscheidung relevanten Informationen bezüglich der Gesellschaft versorgen.¹⁶⁰²

Empfängt der Vorstand vor Veröffentlichung des Übernahmeangebotes eine Übernahmeofferte, so treffen ihn darüber hinaus Mitteilungspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt.

¹⁶⁰² Zur Bestimmung der exakten Zeiträume mit deren entsprechend korrespondierenden Pflichten und Rechten des Vorstandes nach WpÜG siehe eingehend bereits oben *sub A. II.1.a.*

1. Abgabe einer eigenen Stellungnahme des Vorstandes¹⁶⁰³

a) Geltendes Gesellschaftsrecht

Es ist unbestritten, daß der Vorstand der Zielgesellschaft im Falle eines konkreten Übernahmeangebots die Pflicht hat, seine Aktionäre umfassend zu informieren und eine Stellungnahme aus Sicht der Verwaltung abzugeben. In seiner Funktion als (Haupt-)Leitungsorgan der Gesellschaft, das fiduziarisch die Geschicke der Gesellschaft leiten soll, ist eine Information der Gesellschafter erforderlich, sobald deren Gesellschaftsanteile einem Kaufangebot gegenüberstehen. Nach geltendem Gesellschaftsrecht folgt die Pflicht zur Information aus den aus § 76 I AktG abgeleiteten Verantwortlichkeiten und der Sorgfaltspflicht des Vorstandes.

Es gilt damit einen etwaigen Informationsvorsprung auszugleichen, den ein (professioneller) Bieter gegenüber den Gesellschaftern der Zielfirma als in der Regel unbedarften¹⁶⁰⁴ Kapitalanlegern hat. Die Aktiengesellschaft ist nach den Vorgaben des Aktiengesetzes satzungsmäßig so verfaßt, daß sich die einzelnen Mitglieder der Gesellschaft (Aktionäre) nicht um die Geschäfte und Unternehmenspolitik der Gesellschaft im einzelnen kümmern. Vielmehr soll gerade diese Aufgabe von den (berufsmäßig) eingesetzten Mitgliedern des (Haupt-) Leitungsorgans Vorstand erfüllt werden.

Die Aktionäre der Zielgesellschaft müssen sich nach Erhalt des Übernahmeangebotes entscheiden, ob sie ihre Anteile an den Bieter verkaufen oder behalten. Um diese Entscheidung treffen zu können, müssen die Aktionäre das konkrete Angebot bewerten, insbesondere eine Einschätzung treffen, ob die angebotene Gegenleistung angemessen ist oder nicht. Deswegen bedürfen sie einer objektiven Information über den Wert des Unternehmens. Diese Informationen kann ihnen nur der Vorstand, kraft seiner umfassenden Kenntnisse der genauen Situation des Unternehmens und dessen Stellung im Wettbewerb, liefern. Diesem Zweck entsprechend, muß der Vorstandsbericht daher sämtliche entscheidungserheblichen Tatsachen wahrheitsgetreu und objektiv wiedergeben. Der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz gemäß § 53a AktG verbietet eine inhaltlich und zeitlich asymmetrische Information der verschiedenen Aktionäre oder Aktionärsgruppen. Von besonderem Interesse für die Anteilsinhaber sind vor allem der prognostizierte Kursverlauf und die künftige Gewinnerwirtschaftung und Gewinnausschüttung (Dividende).¹⁶⁰⁵

Aufgrund seiner Überlegenheit hinsichtlich unternehmerischem Know-how und Kenntnissen im Hinblick auf die Gesellschaft, hat der Vorstand darüber hinaus eine eigene Stellungnahme

¹⁶⁰³ Siehe hierzu bereits eingehend oben *sub § 3 B.I.*

¹⁶⁰⁴ Dies trifft jedenfalls auf sogenannte Publikumsgesellschaften zu, die wiederum typischerweise vorzügliches Ziel einer feindlichen Übernahme im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebotes sind.

¹⁶⁰⁵ Inhaltlich sind die Gewinnprognosen in konservativer Weise, d.h. mit kaufmännischer Vorsicht, abzufassen; siehe hierzu bereits oben *sub § 3.B.I.*

abzugeben, die über die bloße Wiedergabe von objektiven Fakten hinausgeht.¹⁶⁰⁶ Weil die Aktionäre eine eigene Entscheidung zu treffen haben, muß jedoch nachvollziehbar sein, durch welche Erwägungen und zugrundeliegenden Tatsachen sich der Vorstand bei seiner Einschätzung und Entscheidung hat leiten lassen. Schließlich kann der einzelne Aktionär die anstehende Verkaufsentscheidung, nach einem objektiven Vergleich des Verkaufes einerseits mit der Aufrechterhaltung der Mitgliedschaft in der Gesellschaft andererseits, im Hinblick auf einen zu erzielenden *subjektiven* Mehrwert, jedenfalls im Falle eines Barangebotes, nur für sich alleine treffen.

Unter Berücksichtigung der inhaltlichen Anforderungen muß der Bericht des Vorstandes den Aktionären gegenüber so schnell wie möglich nach Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebotes erstattet werden, damit diese nach einer angemessenen Bedenkzeit noch innerhalb der Angebotsfrist über die Annahme des Angebotes entscheiden können.

b) Übernahmerecht: § 27 WpÜG

Gemäß § 27 I 1 WpÜG hat der Vorstand (aber auch der Aufsichtsrat)¹⁶⁰⁷ der Zielgesellschaft die Pflicht zur Abgabe einer begründeten Stellungnahme zu dem Angebot und zu jeder etwaigen Änderung. Die Stellungnahme hat die folgenden Informationen zu enthalten:¹⁶⁰⁸

- Die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung,¹⁶⁰⁹
- die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, deren Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft,
- die vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Ziele und
- die Absicht der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates, soweit diese Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, das Angebot anzunehmen.

Zudem ist eine etwaige eigene Stellungnahme der Arbeitnehmerschaft (gegebenenfalls des Betriebsrates)¹⁶¹⁰ beizufügen.

Die Stellungnahme ist gemäß § 27 I 1 i.V.m. III WpÜG unverzüglich nach Übermittlung der Angebotsunterlage zu veröffentlichen und gleichzeitig der Arbeitnehmerschaft (gegebenenfalls dem Betriebsrat) zu übermitteln. Die Veröffentlichung hat in gleicher Weise zu erfolgen

¹⁶⁰⁶ Für die Stellungnahme des Vorstandes müssen die Interessen *einzelner* Aktionäre oder Aktionärsgruppen allerdings außer Betracht bleiben. Aus dem Grundsatz der treuhänderischen Verwaltung der Gesellschaft folgt dies freilich auch für persönliche oder familiäre Interessen der Vorstandsmitglieder im Verhältnis zur Gesellschaft.

¹⁶⁰⁷ Die Einbeziehung des Aufsichtsrates in die Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme geht zurück auf eine Änderung des Regierungsentwurfes im Finanzausschuß des Bundestages. Vorstand und Aufsichtsrat können ihre Stellungnahme in einem gemeinsamen Dokument zusammenfassen oder getrennte Stellungnahmen abgeben, vgl. die Begründung zu den Änderungsvorschlägen des Bundestages zu § 27, S. 73.

¹⁶⁰⁸ § 27 I 2 Nr. 1-4 WpÜG. Artikel 28 Übernahmekodex hatte den Vorstand der Zielgesellschaft verpflichtet, zu dem Angebot eine begründete Stellungnahme abzugeben, jedoch ohne hierfür inhaltliche Vorgaben zu machen.

¹⁶⁰⁹ § 27 I 2 Nr. 3 WpÜG (eingefügt aufgrund der Änderungsvorschläge des Finanzausschusses des Bundestages).

¹⁶¹⁰ D.h. soweit ein solcher errichtet ist.

wie die Angebotsunterlage des Bieters.¹⁶¹¹ Der Bundesanstalt ist unverzüglich ein Beleg über die Veröffentlichung zu übersenden.

Insgesamt ergeben sich nach den Regelungen im WpÜG¹⁶¹² keine zusätzlichen wesentlichen Anforderungen an die Informationspflicht und die Pflicht des Vorstandes zur Abgabe einer Stellungnahme. Die wesentlichen Inhalte ergeben sich bereits aus der gesellschaftsrechtlichen Informationspflicht. Nach WpÜG werden lediglich die Interessen der Arbeitnehmer besonders hervorgehoben, insbesondere besteht die Pflicht der Veröffentlichung etwaiger Stellungnahmen der Arbeitnehmervertretung.¹⁶¹³ Schließlich werden die Vorstandsmitglieder (und Aufsichtsratsmitglieder) zu einer persönlichen Erklärung über die Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebotes hinsichtlich etwaiger persönlich gehaltener Zielgesellschaftsaktien verpflichtet.

2. Abgabe einer Ad-hoc-Mitteilung

In dem Zeitpunkt, in dem der Vorstand eine Übernahmeofferte empfängt,¹⁶¹⁴ liegt eine kursrelevante Tatsache vor, die „in seinem Tätigkeitsbereich“ angefallen ist. Damit tritt die Pflicht zur Veröffentlichung gemäß § 15 WpHG ein, wenn nicht vorher oder gleichzeitig mit der Offerte der Bieter sein Angebot ohnehin veröffentlicht hat.¹⁶¹⁵ Genau dazu verpflichtet jedoch § 10 I i.V.m. V WpÜG den Bieter, so daß die Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG entfällt. § 10 VI WpÜG erklärt § 15 WpHG als *lex generalis* ausdrücklich für unanwendbar. Gleiches gilt für das Ereignis der Veröffentlichung der Angebotsunterlage: Aus § 14 III 1 i.V.m. I, II WpÜG ergibt sich, daß der Bieter die Angebotsunterlage erst nach deren Veröffentlichung dem Vorstand der Zielgesellschaft übermitteln darf.¹⁶¹⁶

II. Allgemeine Beurteilung von reaktiven Maßnahmen

In der reaktiven Phase der Verteidigung können „abschreckende“ Maßnahmen keine bedeutende Rolle mehr spielen. In aller Regel kann der Bieter – bei Kapitalgesellschaften vertreten durch die Leitungsorgane – gar nicht mehr zurück, nachdem er unter erheblichem Aufwand an Ressourcen (Zeit und Geld) mit Hilfe zahlreicher externer Berater ein öffentliches Über-

¹⁶¹¹ Vgl. § 27 III 1 i.V.m. § 14 III 1 WpÜG.

¹⁶¹² Dies galt auch für die Regelungen des Übernahmekodex.

¹⁶¹³ Entsprechend der in Deutschland (im Gegensatz etwa zu Großbritannien oder den USA) besonders stark ausgeprägten Arbeitnehmermitbestimmung will der Gesetzgeber auch im Kontext einer Unternehmensübernahme konsequenterweise im WpÜG die Arbeitnehmerbeteiligung stark akzentuieren.

¹⁶¹⁴ D.h. sobald die Mitglieder des Vorstandes in ihrer Funktion als Vorstand Kenntnis von dem Übernahmeangebot erlangen.

¹⁶¹⁵ Vgl. die Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins e.V., AG 1997, 559, 567.

¹⁶¹⁶ Zum Verfahrensablauf bei der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes nach WpÜG siehe bereits eingehend oben *sub § 2 D.I.3.b.cc*).

nahmeangebot geprüft, vorbereitet und schließlich – unter erheblichem Werbeeinsatz – abgegeben hat.

Im Zuge der Werbung um die Aktionärsloyalität muß der Vorstand der Zielgesellschaft die Aktionäre von der eigenen Unternehmensstrategie und darüber hinaus von der relativen Minderwertigkeit des Unternehmenswertes nach einer etwaigen Übernahme durch den Bieter überzeugen. Hierbei gilt es auch zu überlegen, wie die eigenen Aktionäre und gegebenenfalls auch die Aktionäre der Bietergesellschaft mit den großen Risiken einer Übernahme vertraut gemacht werden können. All diese Bemühungen des Vorstandes um die Gunst der Aktionäre sind freilich begrenzt durch die Wahrheitspflicht des Vorstandes.¹⁶¹⁷

Die herrschende Meinung in der Literatur nimmt ab dem Vorliegen eines öffentlichen Übernahmeangebotes schon nach Gesellschaftsrecht eine Neutralitätspflicht des Vorstandes an.¹⁶¹⁸ Konsequenterweise wären dann sämtliche Maßnahmen des Vorstandes, die sich gegen eine unkonsentiierte Übernahme richten, von vornherein unzulässig, gleich ob die Maßnahme nur mit Zustimmung der Hauptversammlung implementiert werden kann und der Vorstand nur den Impuls gibt, oder ob der Vorstand autonom handeln kann. Bei differenzierter Betrachtungsweise sollen allerdings auch nach den Vertretern einer strikten Neutralitätspflicht neben der Abgabe einer eigenen Stellungnahme u.a. solche Maßnahmen zulässig sein, die von der Hauptversammlung getragen sind.¹⁶¹⁹

Nach der hier vertretenen These unterliegt der Vorstand der Zielgesellschaft generell – also auch nach Bekanntgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes – nicht einer Neutralitätspflicht.¹⁶²⁰ Auch faktisch gab es bei deutschen Zielaktiengesellschaften jedenfalls bis zum Inkrafttreten des WpÜG keine Neutralitätspflicht, wie insbesondere die Beispielsfälle Thyssen und Mannesmann belegen.

Ab dem Zeitpunkt, in dem der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes veröffentlicht,¹⁶²¹ soll zwar nach der *gesetzgeberischen Systematik* im Übernahmegesetz (WpÜG) in § 33 I 1 WpÜG als Regel eine *grundsätzliche* Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft gelten. Handlungen des Vorstandes sind demnach dann untersagt, wenn diese aus der ex ante-Perspektive objektiv geeignet¹⁶²² sind, den Erfolg des Angebotes zu verhindern.

¹⁶¹⁷ Zu den Anforderungen an die Stellungnahme des Vorstandes gegenüber den Aktionären anlässlich eines Übernahmeangebotes siehe eingehend oben *sub § 3 B.I.*

¹⁶¹⁸ Vgl. hierzu eingehend oben *sub § 3.*

¹⁶¹⁹ Vgl. hierzu etwa ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 114, wonach einerseits „unter Zugrundelegung des geltenden Rechts [...] der Vorstand sich nach Abgabe des Übernahmeangebots aller Abwehrmaßnahmen zu enthalten“ habe. Ausgenommen sein soll hiervon lediglich die Abgabe einer Stellungnahme und Maßnahmen, die die ausdrückliche Billigung der Hauptversammlung gefunden haben. Andererseits jedoch werden a.a.O. auf S. 143 ff. „Verteidigungsmaßnahmen für den Fall der Abgabe eines Übernahmeangebots“ dargestellt, darunter die „Einschaltung eines konkurrierenden Bieters und Abwehrfusion“ sowie „Gegenangebote auf die Aktien des Bieters“ und „Schaffung kartellrechtlicher Probleme“.

¹⁶²⁰ Siehe oben § 3.

¹⁶²¹ Der Übernahmekodex hatte in Art. 19 entsprechend auf die Bekanntgabe des Angebotes abgestellt.

¹⁶²² Auf eine Verhinderungsabsicht kommt es nicht an, und es ist unerheblich, ob die Maßnahme im Fall ihrer Realisierung tatsächlich das Angebot verhindert, vgl. Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil) zu § 33 Absatz 1 Satz 1, S. 141.

Wie im folgenden noch zu zeigen sein wird, engt das WpÜG die Handlungsfreiheit des Vorstandes der Zielgesellschaft aufgrund der umfassenden Befreiungstatbestände aber im Ergebnis tatsächlich nicht wesentlich ein. Zunächst sind alle Maßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft innerhalb seiner Geschäftsführungskompetenz, ungeachtet einer etwaigen Zustimmung der Hauptversammlung und/oder des Aufsichtsrates, von der Neutralitätspflicht ausgenommen, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter auch dann durchführen würde, wenn die Gesellschaft nicht von einem Übernahmeangebot betroffen wäre (§ 33 I 2 Alt. 1 WpÜG).¹⁶²³ Die Neutralitätspflicht soll auch nicht die Suche nach einem White Knight untersagen (§ 33 I 2 Alt. 2 WpÜG).

Jedenfalls für autonome Handlungen des Vorstandes bestehen aber keinerlei Beschränkungen oder Vorgaben, wenn die beabsichtigten Maßnahmen von einer Zustimmung des Aufsichtsrates getragen sind (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG).

„Maßnahmen, die nach allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, verbleiben auch nach § 33 WpÜG in deren Zuständigkeit. [Solche] Maßnahmen kann der Vorstand daher nur durchführen, wenn er dazu von der Hauptversammlung ermächtigt wurde.“¹⁶²⁴ Für Maßnahmen, die eines Beschlusses der Hauptversammlung bedürfen, unterscheidet das WpÜG hinsichtlich der Anforderungen an diese Zustimmung bzw. Ermächtigung danach, ob diese erst während des Laufes der Annahmefrist oder bereits im Vorfeld, d.h. in der präventiven Phase ergeht (sog. Vorratsermächtigung).

Der Fall, daß die Zustimmung erst in dem Zeitpunkt erfolgt, in dem die Maßnahme seitens des Vorstandes – aus Anlaß eines konkreten Übernahmeversuches – initiiert wird, ist im WpÜG nicht ausdrücklich geregelt. Aus dem Normzusammenhang des § 33 II WpÜG und der Entstehungsgeschichte ergibt sich jedoch,¹⁶²⁵ daß selbstverständlich auch eine in der Reaktionsphase ergehende Zustimmung der Hauptversammlung eine Abwehrmaßnahme des Vorstandes der Zielgesellschaft legitimieren kann. Eine solche Maßnahme ist unter übernahmerechtlichen Gesichtspunkten dann zulässig, wenn der entsprechende Hauptversammlungsbeschluß einer Maßnahme *speziell* zum Zwecke der Abwehr eines Übernahmeangebotes zustimmt. Alle Maßnahmen, die (ohnehin) einer aktuellen Zustimmung durch die Hauptversammlung bedürfen, werden demnach von dem Neutralitätsgebot des WpÜG nur insofern eingeschränkt, als die geplanten Maßnahmen des Vorstandes ausdrücklich durch die Hauptversammlung mit dem „Verteidigungszweck“ etikettiert werden müssen. Gelingt es dem Vorstand nicht, eine solche „Etikettierung“ herbeizuführen, so kann die Maßnahme in übernahmerechtlicher Hinsicht immer noch durch einen der Ausnahmetatbestände des § 33 I 2 WpÜG, insbesondere durch eine Zustimmung des Aufsichtsrates legitimiert werden.¹⁶²⁶ Siehe zu diesen Maßnahmen sogleich *sub III*.

¹⁶²³ D.h. ausgenommen vom Vereitelungsverbot sind alle Maßnahmen, die der Vorstand nicht final zur Abwehr unerwünschter Übernahmen ergreift.

¹⁶²⁴ Beschlußempfehlung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, S. 74 (Einzelbegründung zu § 33 Abs. 1 und 2).

¹⁶²⁵ Siehe hierzu bereits oben *sub § 2 D.I.*

¹⁶²⁶ Eine Beschränkung der Ausnahmetatbestände nur auf Maßnahmen, die der Vorstand in eigener Zuständigkeit (autonom) ergreifen kann, ergibt sich weder aus dem Wortlaut, noch der Normsystematik und auch nicht aus den Begründungen zum Regierungsentwurf bzw. den Beschlüssen des Finanzausschusses.

Ist die Zustimmung bzw. Ermächtigung der Hauptversammlung bereits im Vorhinein, d.h. noch in der präventiven Phase erfolgt (vor Veröffentlichung des Übernahmeangebotes, sog. Vorratsermächtigung), so darf der Vorstand die entsprechende Maßnahme im reaktiven Bereich grundsätzlich nur ergreifen, wenn diese Ermächtigung die jeweilige(n) Maßnahme(n) *der Art nach*¹⁶²⁷ benennt und nicht älter als 18 Monate ist (§ 33 II 2 WpÜG). Auch hier ist eine „Etikettierung“ der Maßnahmen mit dem Verteidigungszweck erforderlich. Der Ermächtigungsbeschluss bedarf gemäß § 33 II 3 WpÜG einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals.¹⁶²⁸ Maßnahmen aufgrund einer Vorratsermächtigung bedürfen zudem – abgesehen von einem etwaigen Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrates für die einzelne Maßnahme gemäß Aktienrecht – generell der Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 33 II 4 WpÜG). Die besonderen Voraussetzungen für eine solche Vorratsermächtigung sind insbesondere für alle reaktiven Maßnahmen relevant, zu denen der Vorstand nach Aktienrecht ermächtigt werden kann, d.h. die nach Aktienrecht keiner *aktuellen* Zustimmung durch die Hauptversammlung mehr bedürfen. Sollte aber die Ermächtigung nicht den Voraussetzungen des § 33 II WpÜG genügen, so ist das Vorstandshandeln unter Ausnutzung der (aktienrechtlichen) Ermächtigung dennoch zulässig, wenn der Vorstand sich auf einen der Befreiungstatbestände des § 33 I 2 WpÜG berufen kann,¹⁶²⁹ insbesondere wenn der Aufsichtsrat der Maßnahme zustimmt (siehe zu diesen Maßnahmen sogleich *sub IV.*).

Insgesamt werden demnach alle reaktiven Verteidigungsmaßnahmen des Vorstandes von der in § 33 WpÜG normierten grundsätzlichen Neutralitätspflicht nur wenig eingeschränkt. Dies gilt sowohl für Maßnahmen, die der Vorstand aufgrund Aktienrecht originär autonom implementieren kann als auch für solche Maßnahmen, die ohnehin nach geltendem Aktienrecht eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen.¹⁶³⁰

III. Vorkehrungen, die eines Beschlusses der Hauptversammlung bedürfen

Mit dem WpÜG sind die Möglichkeiten für die Herbeiführung eines Hauptversammlungsbeschlusses binnen der laufenden Angebotsfrist eines öffentlichen Übernahmeangebotes deutlich verbessert. Wird bei der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem Angebot des Bieters

¹⁶²⁷ Nach dem Regierungsentwurf war noch die Benennung einer konkreten Maßnahme erforderlich.

¹⁶²⁸ Zusätzlich ist die einfache Stimmenmehrheit nach § 133 I AktG erforderlich: § 33 II 3 WpÜG ist weiteres Erfordernis i.S.d. § 133 I HS 2 AktG. Die Satzung kann nach § 33 II 3 HS 2 WpÜG eine *größere* Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen.

¹⁶²⁹ Eine Beschränkung der Ausnahmetatbestände des § 33 I 2 WpÜG nur auf Maßnahmen, die der Vorstand in originär eigener Zuständigkeit (d.h. nicht aufgrund aktienrechtlicher Ermächtigung) ergreifen kann, ergibt sich weder aus dem Wortlaut, noch der Normsystematik und auch nicht aus den Begründungen zum Regierungsentwurf bzw. den Beschlüssen des Finanzausschusses.

¹⁶³⁰ Für das Neutralitätsgebot nach Übernahmekodex (Art. 19) galt *im Grundsatz* nichts anderes: Neben Maßnahmen, die von einer Vorratsermächtigung gedeckt waren, waren alle Maßnahmen zulässig – auch wenn sie dem Interesse der Aktionäre zuwiderliefen, von dem Angebot Gebrauch zu machen – wenn sie von einem zustimmenden Hauptversammlungsbeschluss getragen waren.

eine Hauptversammlung einberufen, so beträgt gemäß § 16 III 1 WpÜG die Annahmefrist für das Angebot durch die Aktionäre automatisch mindestens 10 Wochen, d.h. die Annahmefrist verlängert sich gegebenenfalls. Das bedeutet, daß die Einberufung einer Hauptversammlung nach Abgabe eines Übernahmeangebotes durch den Bieter grundsätzlich für die Zielgesellschaft vorteilhaft ist, weil sich dadurch für die gesamte Abwehrstrategie, mithin auch für Maßnahmen, die keines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, ein möglicherweise bedeutsamer Zeitgewinn für die Zielgesellschaft ergibt.

Gleichzeitig wird gemäß § 16 IV WpÜG die Abhaltung von Eilhauptversammlungen ermöglicht. Die Einberufungsfrist für die Hauptversammlung beträgt in solchen Fällen – entgegen § 123 I AktG – nicht einen Monat, sondern lediglich zwei Wochen und die Zielgesellschaft ist bei der Wahl des Versammlungsortes nicht gebunden. Damit wird es der Zielgesellschaft zusätzlich erleichtert, noch während offener Angebotsfrist eine Hauptversammlung abzuhalten.

1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft verhindern oder limitieren: Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände (sog. „Crown Jewels“)

Um Einfluß auf die Anteilseignerstruktur zu nehmen (erster Verteidigungsring), kommt im reaktiven Bereich als einzige Maßnahme, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf, die Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände in Betracht.¹⁶³¹ Mit der Veräußerung eines begehrten Unternehmensteiles kann dem unerwünschten Bieter möglicherweise dessen Übernahmemotiv und damit der Anreiz zur Aufrechterhaltung des Übernahmeangebotes genommen werden.

Im Rahmen einer akuten Verteidigungssituation kann der Teil der Zielgesellschaft, der für den Bieter gerade von besonderem Interesse ist, für den Fall eines erfolgreichen Übernahmeversuches, dem Zugriff des Bieters entzogen werden. Hinsichtlich der rechtlichen Zulässigkeit und der Implementation der Maßnahme gelten die selben Voraussetzungen wie im Rahmen des präventiven Bereiches.¹⁶³²

Im Gegensatz zur präventiven Verteidigung kommt die Maßnahme im reaktiven Bereich auch für solche Gesellschaften in Betracht, die nur einen niedrigen Konglomerationsgrad aufwei-

¹⁶³¹ Soweit ersichtlich vertreten nur LUTTER/LEINEKUGEL, ZIP 1998, 805, 814 ff. die Ansicht, daß „Holzmüller-Beschlüsse“ zulässigerweise auch auf Vorrat, also in abstracto ergehen können. Folgt man dieser Einzelansicht nicht, so ist eine Ermächtigung der Hauptversammlung „auf Vorrat“ aber nur dann praktikabel, wenn zu einem frühen Zeitpunkt, also bereits vor einer konkret gewordenen Übernahmegefahr, ein konkreter Unternehmensteil zu einer etwaigen späteren Veräußerung benannt werden kann. Dies wird jedoch selten möglich sein, weil der konkret zu veräußernde Unternehmensteil einem ganz bestimmten Übernehmer den Übernahmeanreiz nehmen soll. Welche Teile dafür in Betracht kommen, kann regelmäßig jedoch nicht ohne Kenntnis des konkreten Übernehmers bestimmt werden.

¹⁶³² Vgl. hierzu eingehend *sub A.III.1.b.aa.*

sen,¹⁶³³ weil hier die Betriebs- bzw. Vermögensteile mittels einer entsprechenden Rückkaufsvereinbarung nur für die relativ kurze Zeit des Übernahmekampfes dem direkten Zugriff der Zielgesellschaft entzogen sind.¹⁶³⁴

Besonders problematisch dürfte unter dem Zeitdruck des Laufes der Angebotsfrist aber die Suche nach einem geeigneten Partner sein, der die Vermögensbestandteile erwerben soll. Schließlich hängt davon entscheidend ab, ob diese in „sicherer Verwahrung“ bleiben und entsprechend einer solchen Vereinbarung nach erfolgreicher Abwehr des Übernahmeversuchs wieder zurückerworben werden können.

In Fällen, in denen der Bieter davon ausgehen muß, die für ihn ausschlaggebenden Unternehmensteile mit der Übernahme der Zielgesellschaft nicht kontrollieren zu können, ist es auch noch nach Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes denkbar, daß der Bieter von seinem Übernahmeverhaben abläßt.

Die Regierungsbegründung zum WpÜG nennt den Verkauf „wesentlicher, für den Bieter besonders bedeutsamer Bestandteile des Gesellschaftsvermögens (“crown jewels“)" ausdrücklich als eine Verhaltensweise, die geeignet ist, den Erfolg eines Übernahmeangebotes zu verhindern.¹⁶³⁵ Jedenfalls die Veräußerung von Vermögensbestandteilen, die gegenüber (unerwünschten) Übernahmeversuchen prohibitiv wirken können, erfordert wegen deren wesentlicher Bedeutung auch für die Zielgesellschaft selbst eine (aktienrechtliche) Zustimmung der Hauptversammlung.¹⁶³⁶ Die Durchführbarkeit der Maßnahme wird daher auch hier von § 33 WpÜG nur insofern berührt, als die ohnehin aus gesellschaftsrechtlichen Gründen erforderliche Ermächtigung durch die Hauptversammlung mit dem Etikett des Verteidigungszweckes versehen werden muß. Nur wenn dies nicht gelingt, muß der Vorstand gemäß § 33 I 2 WpÜG die Zustimmung des Aufsichtsrates einholen.

2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung limitieren

Um die Einflußmöglichkeiten eines unerwünschten Aktionärs in der Hauptversammlung zu begrenzen (zweiter Verteidigungsring des Kreismodelles), kommen im reaktiven Bereich als Maßnahmen, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, die Ermächtigung des Vorstandes zum Rückerwerb eigener Aktien sowie eine ordentliche Kapitalerhöhung in Betracht.

¹⁶³³ Bei solchen, meist kleinen Gesellschaften mit überschaubarem unternehmerischen Betätigungsfeld besteht die Gefahr, daß nach Veräußerung eines wesentlichen Betriebsteiles gar keine unternehmerische Substanz mehr in der Gesellschaft verbleibt.

¹⁶³⁴ Zu den Nachteilen und Risiken der Maßnahme siehe bereits oben sub *A.III.1.b.aa.(5)*.

¹⁶³⁵ Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil) zu § 33 Absatz 1 Satz 1, S. 142.

¹⁶³⁶ Siehe hierzu eingehend oben *A.III.b.aa*.

a) Ermächtigung des Vorstandes zum Rükckerwerb eigener Aktien für die Gesellschaft, § 71 AktG

Grundsätzlich ist es ideal, wenn zur Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeangebote der Ermächtigungsbeschlul gemäß § 71 I Nr. 8 AktG bereits im präventiven Bereich erfolgt ist und im reaktiven Bereich der Erwerb selbst durch den Vorstand nur noch in Ausübung des Ermächtigungsbeschlusses erfolgt.¹⁶³⁷ Dennoch kommt eine Ermächtigung auch noch in Betracht, nachdem ein konkretes öffentliches Übernahmeangebot vorliegt. Mit dem WpÜG werden ohnehin die Voraussetzungen für die fristgerechte Durchführung einer Hauptversammlung während des Laufes der Angebotsfrist des Bieters deutlich erleichtert.¹⁶³⁸

In diesem Fall muß gleich im Anschluß an die Ermächtigung durch die Hauptversammlung der Erwerb der Aktien durch den Vorstand durchgeführt werden. Nach dem Rükckerwerb eigener Aktien reduziert sich die Zahl der Aktien, die der Bieter erwerben muß, weil die Rechte aus eigenen Aktien während der Besitzzeit der Gesellschaft ruhen.¹⁶³⁹ Daher sollten die rükckerworbenen Aktien alsbald an einen wohlgesinnten Dritten weiterveräußert werden. So können alsbald nach Ermächtigung durch die Hauptversammlung Rükckerwerb und Weiterveräußerung der Aktien erfolgen, wobei letztere zeitlich nurmehr durch eine juristische Sekunde getrennt sein müssen.

b) Ordentliche Kapitalerhöhung gegen Einlagen, §§ 182, 186 AktG

aa) Die ordentliche Kapitalerhöhung als Alternative zum genehmigten Kapital?

Grundsätzlich kommt auch im reaktiven Bereich eine ordentliche Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Altaktionäre in Betracht. Hinsichtlich Wirkungsweise der Maßnahme als Abwehrinstrument sowie Höhe des Ausgabebetrages und vor allem zu den Voraussetzungen des Ausschlusses des Bezugsrechtes gelten dieselben Grundsätze wie im präventiven Bereich.¹⁶⁴⁰

Demgemäß gelten auch hier die Unsicherheiten für die Praxis im Hinblick auf die Anforderungen eines Bezugsrechtsausschlusses, insbesondere ob von der Rechtsprechung die erleichterten Anforderungen im Rahmen eines genehmigten Kapitals auch für eine gewöhnliche Kapitalerhöhung Anwendung finden. Wegen dieser Unsicherheit und den ansonsten höheren sachlichen Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschlul nach der „Kali & Salz“-Rechtsprechung¹⁶⁴¹ kann die seriöse Beratung einer Zielgesellschaft nicht eine ordentliche

¹⁶³⁷ Siehe hierzu und insgesamt zum Rükckerwerb eigener Aktien aufgrund einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung oben *sub A.III.2.cc.(4)*. – Zum Rükckerwerb durch den Vorstand siehe sogleich *sub B.IV.2.b*.

¹⁶³⁸ Vgl. § 16 III 1 WpÜG: Verlängerung der Annahmefrist des öffentlichen Angebotes auf 10 Wochen und § 16 IV WpÜG: Verkürzung der Einberufungsfristen für Hauptversammlungen auf zwei Wochen und freie Wahl des Versammlungsortes durch die Gesellschaft.

¹⁶³⁹ Siehe hierzu oben *sub A.III.2.cc.(8)*.

¹⁶⁴⁰ Siehe hierzu oben *sub A.III.2.b.aa.(1)*.

¹⁶⁴¹ BGHZ 71, 40 ff.; siehe hierzu bereits eingehend oben *sub A.III.2.b.aa*.

Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß vor dem Hintergrund der Alternative einer „genehmigten Kapitalerhöhung“ durch den Vorstand befürworten. Im Gegensatz zur ordentlichen Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß kann ein Ermächtigungsbeschluß im Sinne der §§ 202 ff. AktG zur Ausgabe genehmigten Kapitals unter Ausschluß des Bezugsrechts praktisch nicht mehr angefochten werden. Insbesondere ist die sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses unter Berücksichtigung der neuen, gelockerten Maßstäbe entsprechend der Rechtsprechungswende des BGH in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“¹⁶⁴² kaum mehr angreifbar.¹⁶⁴³

Raum für eine reguläre Kapitalerhöhung bleibt jedoch in solchen Zielgesellschaften, die – aus welchen Gründen auch immer – den Vorstand nicht mit einem genehmigten Kapital versorgt haben und/oder entsprechend den Mehrheiten in der Hauptversammlung sich eher entsprechende Mehrheiten für eine Kapitalmaßnahme mit Zustimmung der Hauptversammlung finden lassen, anstatt dem Vorstand mit der Ermächtigung zur Ausgabe genehmigten Kapitals für die Zukunft weitgehend freie Hand zu geben.

bb) Implementierung

Weil die Einberufungsfrist für eine Hauptversammlung gemäß § 123 I AktG grundsätzlich mindestens einen Monat beträgt, durfte man bislang davon ausgehen, daß es regelmäßig im Rahmen einer aktuellen Abwehrsituation zu lange dauern würde, eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen. Rechtzeitig kommt die Maßnahme schließlich nur dann, wenn die Kapitalerhöhung noch während des Laufes der Annahmefrist des konkreten Übernahmeangebotes wirkt.

Jedenfalls dann, wenn z.B. durch Herbeiführung eines konkurrierenden Angebotes die Verlängerung der Annahmefrist provoziert werden kann, kann die Kapitalmaßnahme aber noch im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung rechtzeitig zur Wirkung kommen.¹⁶⁴⁴ Gemäß § 22 II WpÜG paßt sich die Angebotsfrist des Bieters an die Angebotsfrist des konkurrierenden Bieters an, falls dessen Angebotsfrist später enden würde, weil diese später zu laufen begann.¹⁶⁴⁵ Gemäß § 16 IV 1 WpÜG beträgt die Einberufungsfrist für eine Hauptversammlung anläßlich eines Übernahmeangebotes in Abweichung zu der Monatsfrist des § 123 I AktG nur zwei Wochen. Zudem soll die Annahmefrist im Falle der Einberufung einer Hauptversammlung in diesen Fällen gemäß § 16 III 1 WpÜG mindestens 10 Wochen betragen. Dadurch vergrößert sich das Zeitfenster für die Implementierung von Abwehrmaßnahmen.

¹⁶⁴² BGHZ 136, 133 ff.

¹⁶⁴³ Siehe zum ganzen bereits *sub A.III.2.b.aa.(1)*; vgl. auch HÜFFER, § 203 RN 31; vgl. KINDLER, ZGR 1998, 35, 66.

¹⁶⁴⁴ Im gleichen Sinne schon HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 191. Auch Artikel 14 S. 2 Übernahmekodex hatte für den Bieter – in Absprache mit der Geschäftsstelle der Übernahmekommission – die Möglichkeit der Verlängerung der ursprünglichen Angebotsfrist vorgesehen, wenn nach Veröffentlichung dessen Angebotes bessere Angebote Dritter auf Erwerb der Zielgesellschaftsaktien abgegeben wurden.

¹⁶⁴⁵ Die Annahmefrist beginnt gemäß § 16 I 2 WpÜG mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage zu laufen. Gemäß § 16 I 1 WpÜG darf die Annahmefrist eines jeden Angebotes nicht weniger als 4 Wochen betragen.

Die für die Kapitalerhöhung erforderliche Satzungsänderung kann jedoch immer nur dann zustande kommen, wenn es dem Bieter nicht gelingt, bis zu dem entsprechenden Hauptversammlungstermin seine Beteiligung bis zu einer Sperrminorität auszubauen.¹⁶⁴⁶

Eine rechtspolitisch, aber auch für die Praxis relevante Änderung der Ausgangsbedingungen könnte sich ergeben, wenn die Hauptversammlung durch die Fortentwicklung der Neuen Medien immer mehr (inter-)aktionsfähig wird. Insofern wird bereits die rechtliche Konstruktion des genehmigten Kapitals, mithin die Übertragung einer Hauptversammlungszuständigkeit gemäß § 119 I Nr. 6 AktG auf den Vorstand aus Gründen einer schnellen Entscheidungsfindung, für überdenkenswert erachtet.¹⁶⁴⁷

cc) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten

Eine qualifizierte Mehrheit in der Hauptversammlung für eine Kapitalerhöhung ist nicht mehr zu mobilisieren, wenn der unerwünschte Bieter bereits über eine entsprechend große Beteiligung an der Gesellschaft verfügt und mit einer Sperrminorität (25 % plus eine Aktie) die für eine Kapitalerhöhung erforderliche Satzungsänderung blockiert.

Trotz der verbesserten Möglichkeiten durch das WpÜG zur Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung bleibt immer noch eine relativ lange Vorlaufzeit,¹⁶⁴⁸ bis die ordentliche Kapitalerhöhung greift. Vor allem aber besteht hierbei die Gefahr der Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses, wodurch sich freilich eine weitere Verzögerung ergeben kann.

3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern

Maßnahmen, die einer Ermächtigung oder Zustimmung durch die Hauptversammlung bedürfen, sind keine ersichtlich, welche am innersten Verteidigungsring ansetzen und geeignet sind, den unerwünschten Übernehmer an der Kontrollerlangung in den Organen Aufsichtsrat und Vorstand zu behindern, nachdem dieser bereits die Kontrolle über die Hauptversammlung erlangt hat.

Solche Maßnahmen, die dem Interesse des Übernehmers auf Kontrollerlangung in den Leitungsorganen entgegenstehen, wären mittels Hauptversammlungsbeschluß freilich ohnehin nicht mehr realisierbar, nachdem der Übernehmer die Kontrolle in der Hauptversammlung erreicht hat.

¹⁶⁴⁶ In der Regel werden Bieter bereits zum Zeitpunkt der Abgabe eines Übernahmeangebotes über ein wesentliches Aktienpaket verfügen, so daß der Weg zur Sperrminorität nicht mehr weit ist, vgl. auch HERRMANN, S. 112.

¹⁶⁴⁷ Vgl. nur NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 43 m.w.N. Wenn die Aktionäre ohnehin rasch genug befragt werden können, fällt ein wichtiger Grund für die Schaffung des Rechtsinstitutes des genehmigten Kapitals, also einer Vorratsermächtigung zur Kapitalerhöhung durch den Vorstand weg.

¹⁶⁴⁸ Mindestens 2 Wochen Einberufungsfrist, evt. zuzüglich einer Vorbereitungszeit für die Hauptversammlung (vom Zeitpunkt der Entscheidung bis zur Ladung).

IV. Vorkehrungen, die vom Vorstand selbständig getroffen werden können

Im folgenden sind alle reaktiven Maßnahmen in autonomer Zuständigkeit des Vorstandes zu behandeln. Dies sind diejenigen Maßnahmen, die der Vorstand im reaktiven Bereich treffen kann, ohne hierfür nach Aktienrecht eine (aktuelle) Zustimmung der Hauptversammlung einholen zu müssen.

Wie soeben *sub II.* dargestellt, sieht das Übernahmegesetz in § 33 I 1 WpÜG ab Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebotes als Regel eine *grundsätzliche* Neutralitätspflicht der Verwaltung der Zielgesellschaft vor. Etwas anderes gilt insbesondere dann, wenn bestimmte Abwehrhandlungen des Vorstandes von einer Ermächtigung der Hauptversammlung oder der Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG) getragen sind.¹⁶⁴⁹ Wird die Ermächtigung der Hauptversammlung für Maßnahmen zur Abwehr unerwünschter Übernahmen *während des Laufes der Angebotsfrist* erteilt, so sind diese Maßnahmen unter übernahmerechtlichen Gesichtspunkten ohne weiteres zulässig.¹⁶⁵⁰

Für die im folgenden zu behandelnden reaktiven und autonomen Maßnahmen kommt jedoch in der Regel nur eine Ermächtigung durch die Hauptversammlung bereits im Vorhinein, d.h. noch in der präventiven Phase (sog. Vorratsermächtigung) in Betracht. Nach der Regelung des WpÜG sind reaktive Verteidigungsmaßnahmen des Vorstandes, die dieser ohne aktuelle Zustimmung der Hauptversammlung nach geltendem Aktienrecht implementiert, von der in § 33 I 1 WpÜG normierten grundsätzlichen Neutralitätspflicht dann nicht konstitutiv betroffen, wenn diese Maßnahmen auf einer vorhergehenden, der Art nach bestimmten¹⁶⁵¹ (Vorrats-)Ermächtigung zum Zwecke der Verhinderung von Übernahmeangeboten beruhen und die Ermächtigung von mindestens¹⁶⁵² einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals getragen ist.¹⁶⁵³ Einzig darf die Ermächtigung nicht für einen längeren Zeitraum als für 18 Monate erteilt werden, § 33 II 2 WpÜG. Maßnahmen des Vorstandes aufgrund einer Vorratsermächtigung bedürfen zudem der Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 33 II 4 WpÜG).

Will der Vorstand der Zielgesellschaft einzelne Verteidigungsmaßnahmen ergreifen und dabei eine Ermächtigung der Hauptversammlung ausnutzen, die nicht den Voraussetzungen des

¹⁶⁴⁹ Darüber hinaus sind gemäß § 33 I 2 WpÜG alle Maßnahmen von dem Neutralitätsgebot des Vorstandes ausgenommen, die zwar aus der ex ante-Perspektive objektiv geeignet sind, den Erfolg des Angebots zu verhindern, aber gleichermaßen von einem ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiter vorgenommen werden würden, wenn auch die Gesellschaft nicht von einem Übernahmeangebot betroffen wäre.

¹⁶⁵⁰ Siehe zu diesen Maßnahmen soeben *sub III.*

¹⁶⁵¹ Nach § 33 II 1 WpÜG müssen die Verteidigungshandlungen im Ermächtigungsbeschluß lediglich der Art nach bezeichnet sein. D.h. eine pauschale Ermächtigung des Vorstandes zur Ergreifung von Abwehrhandlungen gegen etwaige Übernahmeveruche wäre zwar nicht ausreichend; ausreichend ist jedoch die Benennung von Kapitalerhöhungsmaßnahmen als solchen (zum Zwecke der Verteidigung gegen Übernahmeangebote).

¹⁶⁵² Die Satzung soll eine größere Mehrheit und weitere Anforderungen festlegen können, § 33 II 3 HS 2 WpÜG.

§ 33 II WpÜG genügt, so sind diese Maßnahmen auch dann gemäß § 33 I 2 Alt. 3 WpÜG übernahmerechtlich zulässig, wenn den Maßnahmen der Aufsichtsrat zustimmt.

1. Maßnahmen, die eine unerwünschte Mitgliedschaft in der Gesellschaft verhindern oder limitieren

In der reaktiven Phase sind zahlreiche Maßnahmen für den Vorstand der Zielgesellschaft verfügbar, die er autonom, das heißt ohne einen zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß implementieren kann, um Einfluß auf die Anteilseignerstruktur zu nehmen (erster Ring des Kreismodelles).

a) Joint Ventures zur Erhöhung der Attraktivität der Gesellschaft für die eigenen Aktionäre im Vergleich zum Angebot des Bieters

Im Zuge der Werbung um das „bessere Konzept“ kann die Verwaltung der Zielgesellschaft die Eingehung eines unternehmerisch besonders sinnvollen Joint Ventures ankündigen. Damit läßt sich etwaigen, durch eine Übernahme des Bieters erzielbaren, bieterseits propagierten Synergievorteilen eine Alternative entgegenhalten, die möglicherweise die gleichen – oder bessere – Synergiegewinne verspricht, ohne dabei jedoch die Identität und Selbständigkeit der Zielgesellschaft aufgeben zu müssen.

Solche Joint Ventures werden regelmäßig binnen des Laufes der Angebotsfrist¹⁶⁵⁴ kaum zu implementieren sein. Entscheidend und ausreichend ist hier jedoch die bloße Ankündigung der Zielgesellschaft gemeinsam mit dem (künftigen) Partnerunternehmen in Form offizieller Erklärungen. Daher kann für diese Untersuchung auch dahinstehen, inwieweit für die Implementierung eines konkreten Joint Ventures etwa ein Hauptversammlungsbeschluß erforderlich ist, insbesondere aufgrund einer ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeit nach den „Holzmüller-Grundsätzen“¹⁶⁵⁵ wegen eines tiefgreifenden Eingriffs in die Rechte der Aktionäre.

Die Ankündigung eines Joint Ventures ist im Bereich von Public oder Investor Relations anzusiedeln. Solche Ankündigungen werden von § 33 WpÜG tatbestandlich nicht erfaßt. Nach richtiger Ansicht sind diese vielmehr Bestandteil einer umfassenden Information bzw. Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG.

¹⁶⁵³ Entsprechendes galt für das Neutralitätsgebot gemäß Art. 19 Übernahmekodex: Neben Maßnahmen, die von einer Vorratsermächtigung gedeckt sind, waren alle prohibitiven Maßnahmen zulässig, wenn sie von einem zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß getragen waren.

¹⁶⁵⁴ Auch wenn man die maximale Länge der Angebotsfrist von 10 Wochen nach dem WpÜG zugrundelegt.

¹⁶⁵⁵ BGHZ 83, 122 ff.

b) Inaussichtstellung einer Sonderdividende

Will die Verwaltung der Zielgesellschaft „Bonbons“ an die Aktionäre verteilen, so ist sie insbesondere durch die Kapitalerhaltungsvorschriften der §§ 57, 58 AktG gebunden. Gemäß § 57 III AktG darf an die Aktionäre nur der Bilanzgewinn verteilt werden. Jede darüber hinausgehende Zahlung an die Aktionäre stellt einen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 I 1 AktG dar.

In Anlehnung an die US-amerikanische Verteidigungsmaßnahme der „Pep Pill“ wäre es jedoch denkbar und zulässig¹⁶⁵⁶, daß der Vorstand für einzelne Unternehmenssparten – insbesondere solche, die nicht dem Hauptbetätigungsfeld der Gesellschaft zuzuordnen sind – selbstbindende, individuelle Wachstumsvorgaben macht und sich für den Fall der Nichterreichung verpflichtet, den betroffenen Unternehmensbereich zu liquidieren¹⁶⁵⁷ und den außerordentlichen Erlös an die Aktionäre auszuschütten.¹⁶⁵⁸ Damit kann sich zudem – neben der Bindung der Aktionäre an die Zielgesellschaft – eine Stimulierung des Aktienkurses ergeben, wenn die Veräußerung des Unternehmensteiles unternehmerisch sinnvoll ist und damit die Rendite für die Gesellschaft erhöhen kann.

Mit der bloßen Ankündigung der Ausschüttung einer (rechtlich zulässigen) Sonderdividende, liegt keine von § 33 WpÜG tatbestandlich erfaßte Maßnahme vor. Vielmehr ist auch diese im Bereich von Public oder Investor Relations anzusiedeln. Solche Ankündigungen können entweder Bestandteil einer umfassenden Information bzw. Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG oder grundsätzlich zulässige Werbemaßnahme i.S.d. § 28 WpÜG sein. Selbst wenn man die Maßnahme von § 33 WpÜG als tatbestandlich erfaßt ansieht, so läßt sich diese Maßnahme mühelos unter den Befreiungstatbestand des § 33 I 2 Alt. 1 WpÜG subsumieren, wonach alle objektiv geeigneten Vereitelungsmaßnahmen zulässig sind, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter auch außerhalb einer konkreten Übernahme-situation treffen würde. Jegliche Unsicherheit läßt sich freilich durch die Einholung der Zustimmung des Aufsichtsrates ausräumen (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG).

c) Aufdeckung stiller Reserven

Je nach konkreter Politik der Verwaltung der Zielgesellschaft, können etwaige, vorhandene stille Reserven aufgedeckt und öffentlich gemacht werden. Freilich kommt dies nicht für alle Zielgesellschaften in Betracht. Es sind hierbei vor allem die damit verbundenen Nachteile – etwa in steuerlicher Hinsicht – zu bedenken.

Eine Verletzung der Neutralitätspflicht gemäß § 33 WpÜG liegt nicht vor. Insofern gilt das selbe wie bei der Ankündigung der Ausschüttung einer Sonderdividende.

¹⁶⁵⁶ Unter Wahrung des Kapitalerhaltungsgrundsatzes in Form des Verbotes der Einlagenrückgewähr, vgl. WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2321.

¹⁶⁵⁷ Etwa durch schlichte Veräußerung: sog. Sell Off (Disposal).

¹⁶⁵⁸ Siehe auch insgesamt zur Pep Pill im anglo-amerikanischen Raum, WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2320 f.

d) Schaffung kartellrechtlicher und aufsichtsrechtlicher Probleme durch eine sog. Abwehrfusion¹⁶⁵⁹

Sobald die Verwaltung der Zielgesellschaft das Bieterunternehmen kennt, kann sie den Erwerb ganzer Unternehmen oder wesentlicher Unternehmensbeteiligungen aus den Branchen initiieren, die (jedenfalls) von der Bietergesellschaft betrieben werden und zudem von ihrer Umsatzgröße her geeignet sind, zusammen mit dieser Bietergesellschaft eine marktbeherrschende Stellung zu bilden. Es soll somit eine Untersagung des Zusammenschlusses zwischen der Bieter- und Zielgesellschaft durch die Fusionskontrollbehörden provoziert werden.

Auch wenn im reaktiven Bereich die Bietergesellschaft bekannt ist und somit gezielt im Hinblick auf Marktstellung und Branche ein geeignetes Unternehmen für eine Abwehrfusion gesucht werden kann, wird es selten sein, daß die Verwaltung der Zielgesellschaft fündig wird. Die marktbeherrschende Stellung darf zwar noch nicht mit Zukauf (oder durch Fusion mit) der Konkurrenzfirma erreicht werden, muß aber im Falle der Übernahme durch den feindlichen Bieter eindeutig vorliegen. Zusätzlicher Zeit bedarf die diesbezügliche Einholung verbindlicher Stellungnahmen bei der deutschen und gegebenenfalls europäischen Kartellbehörde.

Eine kurzfristig erforderliche Akquisition eines geeigneten Partnerunternehmens wird daher in der Regel nicht mehr bis zum Fristablauf des Angebotes des Bieters realisierbar sein. Vor allem aber kann die Maßnahme keine nachhaltigen Übernahmehindernisse schaffen, weil der Bieter regelmäßig – unter der aufschiebenden Bedingung einer Veräußerung der kartellrechtlich virulenten Beteiligung nach einem Mehrheitserwerb – eine Zusammenschlußgenehmigung erwirken kann.¹⁶⁶⁰

Für die Schaffung aufsichtsrechtlicher Probleme (im Medien-, Telekommunikations-, sowie Versicherungs- und Bankrecht) durch Zukauf von Unternehmen, die mit dem Bieter branchenverwandt sind, kann im Ergebnis nichts anderes gelten.

Die Regierungsbegründung zum WpÜG¹⁶⁶¹ nennt zwar „die Schaffung kartellrechtlicher Probleme“ ausdrücklich als Beispiel einer Maßnahme, durch „die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte“, jedoch bleibt dies – mangels Wirksamkeit der Maßnahme – für die Abwehrstrategie des Vorstandes der Zielgesellschaft ohne Belang.

e) Bindung von Gesellschaftsmitteln für konkrete Unternehmungen

Die unternehmerische Bindung von Gesellschaftsmitteln wird selbst im präventiven Bereich¹⁶⁶² nur in Ausnahmefällen im zulässigen Ausmaß als Abwehrmaßnahme geeignet sein. Dennoch ist es auch noch im reaktiven Bereich nicht völlig ausgeschlossen, daß der Vorstand

¹⁶⁵⁹ Siehe zu Prinzip, Implementierung und Nachteilen dieser Maßnahme die bereits eingehende Erörterung im präventiven Bereich *sub A.IV.1.c.*

¹⁶⁶⁰ Zu den sonstigen Schwachstellen der Maßnahme siehe im einzelnen *sub A.IV.1.c.(3), (4)*.

¹⁶⁶¹ Begründung (besonderer Teil) zu § 33 Absatz 1 Satz 1, S. 142.

die Veröffentlichung eines Übernahmeangebotes zum Anlaß nimmt, ein bestimmtes, bereits länger vorbereitetes Projekt vertragsrechtlich bindend und möglichst irreversibel festzuzurren.

Damit können in geeigneten und unternehmerisch sinnvollen Investitionsfragen ganz erhebliche Gesellschaftsmittel gebunden werden, die einem (unerwünschten) Übernehmer dann nach Kontrollerlangung nicht mehr für eigene Unternehmensplanungen zur Disposition stehen. Beispielhaft wurde oben¹⁶⁶³ bereits der Erwerb aufwendiger Lizenzen erwähnt.

Die Maßnahme wird auch nach § 33 I 2 Alt. 1 WpÜG jedenfalls dann übernahmerechtlich zulässig sein, wenn die vertragliche Bindung die konsequente Fortführung einer bereits vor Veröffentlichung des Übernahmeangebotes eingeschlagenen Unternehmensstrategie entspricht.¹⁶⁶⁴ Unsicherheiten können durch die Einholung der Zustimmung des Aufsichtsrates ausgeräumt werden (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG).

f) Zusammenarbeit mit Dritten, insbesondere Marktkäufe Dritter

Im Wege der Zusammenarbeit mit Dritten erwirbt ein befreundetes Unternehmen Aktien der Zielgesellschaft am Markt. Dies kann bis zur Höhe einer Sperrminorität gehen. Die Aktien der Zielgesellschaft können durch die Nachfrage erhebliche Kurssteigerungen erfahren.

Die freundschaftliche Gesinnung des Dritten sollte jedenfalls mittelfristig abgesichert werden. Andernfalls kann die Beteiligung schnell zum „trojanischen Pferd“ werden. Das Zielunternehmen darf dem Dritten jedoch unter dem Gesichtspunkt der Gleichbehandlung der Aktionäre gemäß § 53a AktG und den Grundsätzen des Erwerbs eigener Aktien keine Sondervorteile zukommen lassen. Dadurch stellt sich das Problem der Motivation des Dritten, einen Beteiligungserwerb in beträchtlicher Höhe zu tätigen. Eine „geldwerte“¹⁶⁶⁵ Gegenleistung für den Erwerb der Aktien jedenfalls wäre unzulässig.

In diesem Kontext steht auch der etwaige Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft durch eine Verteidigungs-GmbH, deren Gesellschafter die Zielgesellschaft ist.¹⁶⁶⁶

Durch die Zusammenarbeit mit Dritten ist jedenfalls eine Verletzung der Neutralitätspflicht des § 33 WpÜG – mangels (nachweisbarer) initiativer Handlung seitens des Vorstandes der Zielgesellschaft – nicht ersichtlich. In Grenzfällen können Unsicherheiten durch die Einbindung und Zustimmung des Aufsichtsrates ausgeräumt werden (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG).

¹⁶⁶² Siehe hierzu dort *sub A.IV.1.b.*

¹⁶⁶³ *A.IV.1.b.*

¹⁶⁶⁴ So die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil) zu § 33 Absatz 1 Satz 2, S. 143.

¹⁶⁶⁵ Man denke hier etwa an die Gewährung von (günstigen) Darlehen, Kreditsicherheiten, Verlustübernahmeverpflichtungen oder ähnlichem, vgl. hierzu HERRMANN, S. 141 ff.

¹⁶⁶⁶ Siehe hierzu oben *sub A.III.2.c.*

g) Public, Investor und Labor Relations Arbeit durch das Management der Zielgesellschaft

Besonders in Deutschland, wo feindliche Übernahmen noch immer in der Öffentlichkeit und Presse ein überwiegend negatives Image genießen, ist im Rahmen einer Verteidigungsstrategie die Einwirkung auf die verschiedenen Meinungsbildungsorgane, Interessengruppen und Anleger besonders wichtig und auch erfolgversprechend.

Es besteht jedoch die Gefahr, daß insbesondere im Rahmen der Öffentlichkeitsarbeit eine Atmosphäre geschaffen wird, in der der Bieter zu weitreichenden Erklärungen und damit gezwungen wird, die Übernahme zu vollenden. In solchen Fällen wird der Bieter die Übernahme zu nahezu jedem Preis vollenden wollen, er steht gleichermaßen „mit dem Rücken zur Wand“. So lag der Fall wohl auch für Chris Gent, dem CEO von Vodafone AirTouch, der letzten Endes zu jedem Preis bieten mußte.¹⁶⁶⁷

Die Pflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft zur Abgabe einer umfassenden Stellungnahme¹⁶⁶⁸ stellt in diesem Zusammenhang aber grundsätzlich eine große Chance der Verteidigung dar, wie man beim Fall Mannesmann eindrucksvoll verfolgen konnte.¹⁶⁶⁹

aa) Public Relations

Gegenwärtig herrscht in Deutschland¹⁶⁷⁰ (noch) eine ablehnende Haltung gegenüber nicht konsentierten Unternehmensübernahmen vor. Auch allgemein ist die Berichterstattung in der Öffentlichkeit über Zusammenschlüsse und Übernahmen kritischer geworden. Wurde 1998 noch meistens positiv berichtet, so betonen die Medien bereits seit dem Jahr 2000 vor allem die Schwachpunkte. Es werden die Skepsis an den Finanzmärkten über den kurzfristigen Nutzen sowie Probleme der Personalpolitik wie Entlassungen hervorgehoben.¹⁶⁷¹

Das Meinungsbild in der Öffentlichkeit ist getragen von den Interessen und möglicherweise auch Vorurteilen von zahlreichen gesellschaftlichen Gruppierungen wie den Gewerkschaften und Industrieverbänden. Dieses stark negative Image läßt sich freilich durch den Vorstand einer Zielgesellschaft im Rahmen seiner Verteidigungsstrategie urbar machen. Der Vorstand der Zielgesellschaft muß dazu die ohnehin vorhandene Ablehnungshaltung aufgreifen und in der Öffentlichkeit zum Widerstand gegen eine feindliche Übernahme aufrufen. Ganz konkret kann dies dazu führen, daß die Belegschaft die Arbeit niederlegt,¹⁶⁷² sich regionale Politiker,

¹⁶⁶⁷ Quelle: JP Morgan GmbH.

¹⁶⁶⁸ Siehe hierzu *sub I.1.*

¹⁶⁶⁹ Die Stellungnahme, die der Vorstand von Mannesmann gemäß Artikel 18 des Übernahmekodex im Januar 2000 abgegeben hatte, hatte einen Umfang von neun ganzen Seiten in der Tagespresse, vgl. FAZ, Beilage vom 14.1.2000.

¹⁶⁷⁰ Anders ist die Situation diesbezüglich in Großbritannien und vor allem in den USA. Dort steht die gesellschaftliche Meinung dem Phänomen „hostile takeover“ eher neutral gegenüber. Eine entsprechende Involvierung der Öffentlichkeit in den Übernahmekampf ist dort daher eher nicht erfolgversprechend; vgl. hierzu auch WEISNER, S. 246.

¹⁶⁷¹ So jedenfalls eine Analyse des Medien-Forschers Roland SCHATZ, siehe BEISE, SZ v. 23.05.01, S. 28.

¹⁶⁷² So im Falle des gescheiterten feindlichen Übernahmeversuches von Thyssen durch Krupp-Hoesch. Dort hatten sogar die Arbeitnehmer beider Unternehmen die Arbeit niedergelegt; vgl. WEISNER, S. 246.

Landespolitiker, Bundespolitiker oder gar Europapolitiker zu Wort melden. Freilich werden dabei auch die Gewerkschaften nicht untätig bleiben. Diese können seitens des Vorstandes mit Informationen unterstützt werden.

In diesem Zusammenhang lassen sich vom Vorstand der Zielgesellschaft die langfristig hohen Mißerfolgsquoten von Übernahmen und Fusionen entsprechend aufbereiten und instrumentalisieren: Die Versuche, den Erfolg von Übernahmen mit den unterschiedlichsten Methoden zu messen, belegen die branchenübergreifend hohen Mißerfolgsraten zwischen 60 und 70 %.¹⁶⁷³ Seit der Fusion von DaimlerChrysler war etwa der Börsenwert von 140 Mrd. DM bereits bis Ende 2000 auf knapp 90 Mrd. DM gesunken.¹⁶⁷⁴

Zusätzlich sind neben den primär finanziellen Wertvernichtungen die Verluste am Sozialkapital zu gewichten.¹⁶⁷⁵ Die Verluste können bei allen immateriellen Aktiva wie Wissen, Humankapital, Vertrauen und Reputation in der eigenen Organisation als auch bei Kunden- und Zulieferermärkten entstehen.¹⁶⁷⁶

bb) Political Lobbying

Auch wenn die Einmischung der Politik in aktuelle Übernahmekämpfe unter starker Kritik der Fachleute und Teilen der Presse steht, lassen sich die Politiker auf den verschiedenen Ebenen, insbesondere auf Seiten der Zielgesellschaft, gut instrumentalisieren. Je nach der Bedeutung der Zielgesellschaft kommen als Ansprechpartner sowohl regionale Politiker, Landespolitiker, Bundespolitiker, aber gegebenenfalls auch Europapolitiker in Frage. Schließlich können auch nationale und internationale Verbände eine bedeutende Stimme im Zuge eines Übernahmekampfes haben.

Es bietet sich besonders gut eine bewußte Polarisierung im Hinblick auf die erwähnten generellen Nachteile vor allem für die sozial schwachen Stakeholder im Zuge von Unternehmensübernahmen an. Daher besteht bei pointierter Einschaltung der Politik die besondere Gefahr, daß man keinen „Rückweg“ mehr hat, wenn später doch noch ein Angebot kommt, das man nicht ausschlagen kann.

¹⁶⁷³ JANSEN, Handelsblatt v. 6./7.8.1999, S. K3: Nach einer Untersuchung von 250 europäischen Unternehmensfusionen zwischen 1984 und 1992 sind nur 14 % wertneutrale und lediglich 29 % nachhaltig wertsteigernde Entwicklungen zu erkennen gewesen. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt eine Untersuchung des *Institute for Mergers & Acquisitions an der Universität Witten/Herdecke*: Danach war nur in 44 % der Fusionen eine branchenüberdurchschnittliche Umsatzentwicklung zu verzeichnen und lediglich 24 % der Unternehmen hatten eine überdurchschnittliche Wertentwicklung an der Börse; vgl. auch eine Studie der *Mercer Management Consulting GmbH*, wonach von 300 Fusionen in den letzten 10 Jahren bei mehr als der Hälfte der Shareholder Value nicht schneller gewachsen ist als im Branchendurchschnitt, o.V., FAZ v. 24.1.00, S. 33.

¹⁶⁷⁴ Vgl. hierzu <http://www.spiegel.de/spiegel/0,1518,105968,00.htm>.

¹⁶⁷⁵ Bei DaimlerChrysler sollen nach der Fusion 38.000 (!) Arbeitsplätze zur Disposition stehen, <http://www.spiegel.de/spiegel/0,1518,105968,00.htm>; zu möglichen unerwünschten ökonomischen Effekten von feindlichen Übernahmen siehe SALJE, JA 1990, 321, 325.

¹⁶⁷⁶ JANSEN, Handelsblatt v. 6./7.8.1999, S. K3. Die Ursachen hierfür liegen im psychologischen Bereich und werden unter dem Begriff des „Merger-Syndroms“ zusammengefaßt; beispielhaft erwähnt seien Identitätsverluste, Existenzängste, Orientierungslosigkeit und Fusionsstreß.

cc) Investor Relations¹⁶⁷⁷

Unter dem Gesichtspunkt des „Shareholder Value“ müssen nicht nur die Mitarbeiter und die (gegenwärtigen) Aktionäre vom besseren Konzept des Vorstandes der Zielgesellschaft überzeugt werden, sondern es kommt entscheidend auf die Reaktion der gesamten Kapitalmärkte an.

Effektive Investor Relations stellen nach Vorliegen eines Übernahmeangebotes auf das jeweilige Konzept und die Strategie des Bieters ab. Dieser muß seinerseits versuchen, die Aktionäre der Zielgesellschaft – und zugunsten der Bietergesellschaft auch die Finanzmärkte – von den Vorteilen einer etwaigen späteren Fusion zu überzeugen. Will der Bieter zum Beispiel mit Kosteneinsparungen oder Ertragssynergien¹⁶⁷⁸ für eine Übernahme werben, so wird der Vorstand der Zielgesellschaft versuchen, genau diese unterstellten Vorteile einer Übernahme zu zerstreuen.

Insbesondere kommt in Betracht: die Veränderung der Informationspolitik am Kapitalmarkt im Hinblick auf Forschung und Entwicklung (F&E) sowie die Änderung strategischer Optionen und kurzintervalliger Gewinnvorhersagen. Nach Bekanntwerden eines öffentlichen Übernahmeangebotes sollte das Managementverhalten gegenüber den Gesellschaftsaktionären eine spürbare Änderung erfahren.

Als Instrumente der Investor Relations Arbeit sind dabei besonders bedeutsam:¹⁶⁷⁹

- eine permanente Kontaktpflege zu den eigenen Aktionären,
- Unternehmenspräsentationen im In- und Ausland (road shows),
- Einzelgespräche mit Großanlegern und bedeutenden Analysten sowie Analystenkonferenzen,
- Bilanzpressekonferenzen, Pressegespräche und Interviews,
- Hauptversammlungen,
- Aktionärsessen und organisierte Unternehmensbesuche,
- Geschäftsberichte, Zwischenberichte und Quartalsberichte sowie Unternehmensbroschüren und schließlich
- Anzeigen in Zeitschriften, die auf die Förderung des Anteilskaufes abzielen.

Die Informationskampagne sollte folgende Gehalte vermitteln:

- Informationen über innovatives Potential der Gesellschaft,
- Information über „innere“ Werte des Unternehmens, die sich (noch) nicht im Börsenkurs widerspiegeln,

¹⁶⁷⁷ Zur kontinuierlichen Pflege der Investor Relations in der Präventionsphase siehe oben *sub A.IV.1.a.*

¹⁶⁷⁸ Dafür haben die beteiligten Unternehmen wegen der gemeinsamen Erschließung des neuen Wachstumsmarktes „Vermögensanlage und private Altersvorsorge“ im Rahmen der (freundlichen) Übernahme der Dresdner Bank durch die Allianz geworben, vgl. BEISE, SZ v. 23.05.01, S. 28.

¹⁶⁷⁹ Siehe hierzu JÄGER, NZG 2000, 186, 187.

- Information über den wahren höheren Wert des Unternehmens im Vergleich zur Börsenkapitalisierung,
- etwaige Hinweise auf den Wert des Unternehmens als unabhängiges Unternehmen bzw. auf die Vorzüge eines etwaigen derzeitigen Mehrheitsaktionärs,
- eine ständige Darstellung der Entwicklungschancen des Unternehmens und deren prognostizierte Auswirkungen auf den Aktienkurs.

Eine Hauptversammlung während des Laufs der Annahmefrist sollte möglichst transparent abgehalten werden. Dabei bietet es sich an, die technischen Neuerungen insbesondere des Internet voll auszuschöpfen.¹⁶⁸⁰ Damit läßt sich für die Gesellschaft nicht nur die Identifikation der Aktionäre mit der Gesellschaft und ihre aktive Teilnahme an deren Angelegenheiten stärken, sondern auch die Präsenzquote in der Hauptversammlung steigern.¹⁶⁸¹ Nicht wenige Gesellschaften haben in den vergangenen Jahren bereits ihre Hauptversammlung im Internet oder über ein eigenes Business-TV¹⁶⁸² übertragen. Rechtliche Probleme bestehen bezüglich der bloßen Übertragung im Ergebnis keine.¹⁶⁸³

dd) Labor Relations

Schon aus der großen Bedeutung des Arbeitsrechts und der betrieblichen Mitbestimmung folgt, daß die Beziehung zur Belegschaft der Gesellschaft gerade in Übernahmeauseinandersetzungen von ganz entscheidender Bedeutung sein kann. Nicht nur aus den USA sind Fälle bekannt geworden, in denen der Erfolg einer Übernahme letztendlich vom Verhalten der Arbeitnehmerschaft und der diese organisierenden Gewerkschaft abhing.

Lohnend kann dies zum einen für die Verbesserung bzw. Stabilisierung der Beziehungen zur Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat sein, zum anderen aber auch für eine eventuelle Mobilmachung der Arbeitnehmerschaft für das „Anliegen“ des Vorstandes im Rahmen eines Übernahmekampfes. Hat die Gesellschaft darüber hinaus Belegschaftsaktien ausgegeben, fällt die Pflege der Arbeitnehmerbeziehungen ohnehin mit den allgemeinen Investor Relations zusammen. Allerdings steht dem Vorstand mit der Belegschaft eine besonders leicht zu identifizierende Aktionärsgruppe zur Verfügung, die ganz speziell und zielgerichtet angesprochen werden kann.

¹⁶⁸⁰ Siehe zu den rechtlichen Voraussetzungen der Abhaltung von Hauptversammlungen im Internet eingehend HASSELBACH, ZGR 2000, 258, ff. mit zahlreichen weiteren Nachweisen.

¹⁶⁸¹ HASSELBACH, ZGR 2000, 258, 259.

¹⁶⁸² Der Nachrichtensender n-tv hat einen Ableger „professional TV“ gegründet, mit dem dieser Markt bedient wird. Das Business-TV von DaimlerChrysler „DC tv“ läuft weltweit an 464 Standorten für 420.000 Beschäftigte auf fünf Kontinenten mit täglich 20 Minuten Programm in sieben Sprachen, NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 36.

¹⁶⁸³ Zur Diskussion und Fortentwicklung des Rechtes in diesen Bereichen siehe eingehend NOACK in Deutsches Aktieninstitut (DAI), Entwicklungen im Aktienrecht 1999/2000, S. 36 ff.

ee) Zulässigkeit nach WpÜG, insbesondere Verstoß gegen das Werbeverbot gemäß § 28 WpÜG?

Die Investor Relations-Maßnahmen werden von § 33 WpÜG tatbestandlich nicht erfaßt. Teilweise sind solche Maßnahmen Bestandteil der Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG und sind insoweit bereits zulässig.

Allerdings erteilt § 28 WpÜG der BaFin die Kompetenz, einzelne Werbemaßnahmen zu untersagen. Dieses Verbot kann präventiv oder repressiv erteilt werden und sich sowohl auf einzelne Werbemethoden als auch generell auf bestimmte Werbemaßnahmen oder -methoden beziehen.¹⁶⁸⁴ Telos der Vorschrift ist wohl die Erfassung „ausufernder“ Werbeschlächten, wie sie aufgrund internationaler Erfahrungen bekannt wurden. „Vorbild“ für diese Regelung wird nicht zuletzt die Übernahmeschlacht um die Mannesmann AG in den Jahren 1999/2000 gewesen sein.¹⁶⁸⁵

ff) Zusammenfassung

Die Maßnahmen der Labor Relations, Public Relations und vor allem Investor Relations sind naturgemäß von überragender Bedeutung. Es geht schließlich darum, potentielle Investoren, sowie vor allem die Aktionäre davon zu überzeugen, daß es vorteilhaft ist, die Aktie der Gesellschaft zu halten und weder auf dem Kapitalmarkt zu veräußern noch das Angebot des Bieters anzunehmen. Außerhalb aller technischen Möglichkeiten, die eine ungehinderte Übertragung der Aktien verhindern, ist die direkte Ansprache der Aktionäre zwar ein banal erscheinendes Instrument, aber von zentraler Bedeutung. Wenn die überwiegende Zahl der Aktionäre aus eigener Überzeugung das Übernahmeangebot ablehnt, ist die Verteidigung des Vorstandes erfolgreich.

Entsprechende Werbemaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft sind insoweit von dem Neutralitätsgebot des WpÜG in § 33 nicht erfaßt, als sie Bestandteil der Pflichtstellungnahme gemäß § 27 WpÜG sind. Besonders während eines Übernahmekampfes sind einschlägige Werbemaßnahmen des Vorstandes ohne Abstimmung mit dem Aufsichtsrat kaum denkbar, und durch die Absprache bzw. Zustimmung des Aufsichtsrates sind damit auch über die Pflichtstellungnahme hinausgehende Werbemaßnahmen zulässig (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG). Die Bundesanstalt kann zwar gemäß § 28 WpÜG übermäßige Werbemaßnahmen untersagen. Eine etwaige Untersagung betrifft aber gleichermaßen den Bieter und die Leitungsorgane der Zielgesellschaft, so daß insoweit „Waffengleichheit“ herrscht.

¹⁶⁸⁴ Vgl. Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil) zu § 28, S. 128 f.

¹⁶⁸⁵ Vgl. hierzu auch die Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil) zu § 28, S. 128.

h) Gewinnung eines Konkurrenzbieters (sog. White Knight ¹⁶⁸⁶)

Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot ist gemäß § 33 I 2 Alt. 2 WpÜG ausdrücklich vom Neutralitätsgebot des Vorstandes ausgenommen. Aus übernahmerechtlicher Perspektive unterliegt die Maßnahme daher keinerlei Beschränkungen.

aa) Prinzip

Nachdem die Zielgesellschaft ein unfreundliches Übernahmeangebot nicht mehr mit eigenen Mitteln abwehren kann, kann deren Vorstand versuchen, dritte Unternehmen zur Abgabe eines konkurrierenden Übernahmeangebotes zu bewegen. Das Management versucht also, einen freundlich gesonnenen Übernehmer zu finden, der den Aktionären einen höheren Preis bietet als der unerwünschte Bieter. Dadurch entsteht regelmäßig ein auktionsgleicher Bieterwettbewerb, der den Preis für die Zielgesellschaftsanteile stark nach oben treiben kann. Nur im besten Falle läßt der feindliche Bieter *vorzeitig* von seinem Vorhaben ab. Die Maßnahme wird daher auch als „letzte Zuflucht“ bezeichnet.¹⁶⁸⁷

Der Übernehmer sollte – wegen des Verbotes auch von mittelbaren Selbstbeteiligungen – von der betroffenen Gesellschaft unabhängig sein. Im Idealfall sichert der freundliche Bieter der Zielgesellschaft für den Fall einer Übernahme weitgehende gesellschaftliche Selbständigkeit zu und verspricht damit, die Mitglieder der Leitungsorgane im wesentlichen im Amt zu belassen.

bb) Wirkung und Erfolgsquote

Erwirbt ein drittes Unternehmen im Rahmen eines konkurrierenden Übernahmeangebotes oder zum Aufbau einer wesentlichen Beteiligung Aktien der Zielgesellschaft in nennenswertem Umfang, so erhöht sich der Börsenkurs der Zielgesellschaft und der besonders leicht zu erwerbende Streubesitzanteil verringert sich.

Durch die Abgabe eines höheren öffentlichen Übernahmeangebotes seitens eines „befreundeten“ dritten Unternehmens ist der „feindliche“ Bieter gezwungen, sein Angebot zu erhöhen, um die Mehrheit der stimmberechtigten Aktien zu erwerben. Dies kann u.U. eine preistreibende Auktion für die Aktien der Zielgesellschaft erzeugen.¹⁶⁸⁸ Dabei sollen gemäß § 22 III WpÜG¹⁶⁸⁹ Aktionäre, die ein früheres Angebot annahmen, von einem später veröffentlichten, konkurrierenden Übernahmeangebot auch nachträglich noch profitieren können, indem sie – bis zum Ablauf der Angebotsfrist des ersten Bieters¹⁶⁹⁰ – zurücktreten können, um frei zu sein für das bessere¹⁶⁹¹ Angebot.¹⁶⁹²

¹⁶⁸⁶ Engl. für weißer Ritter – eine aus der Märchenwelt entlehene Analogie für eine freundlich gesonnene Gesellschaft, die den Aktionären der Zielgesellschaft ein konkurrierendes Angebot unterbreitet, WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2319 m.w.N.

¹⁶⁸⁷ So HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 193.

¹⁶⁸⁸ Vgl. etwa OTTO, DB Beilage 12/1988, 1, 4; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 144; HERRMANN, S. 137.

¹⁶⁸⁹ Art. 14 Übernahmekodex sah eine entsprechende Regelung vor.

¹⁶⁹⁰ Weil ab Veröffentlichung auch der Angebotsunterlage des konkurrierenden Angebots beide Angebote vorliegen und der Wertpapierinhaber die Möglichkeit hat, sich in Kenntnis aller Umstände endgültig für ei-

Kann ein drittes Unternehmen im Zuge des Auktionsverfahrens eine Sperrminorität an der Zielgesellschaft für sich gewinnen, kann der feindliche Bieter bereits etwa intendierte Umstrukturierungsmaßnahmen gegen dessen Willen nicht mehr durchführen.¹⁶⁹³ Der feindliche Bieter kann dann – auch wenn nicht alle Zielgesellschaftsaktionäre, die das Erstangebot angenommen haben, von ihrem Rücktrittsrecht Gebrauch machen – die gewünschten Mehrheiten in der Regel nicht mehr erzielen.

In der Praxis wurde diese Maßnahme nicht nur in den Vereinigten Staaten¹⁶⁹⁴ sondern auch in Europa bereits vermehrt eingesetzt.¹⁶⁹⁵ Dabei hat jedoch regelmäßig die Zielgesellschaft ihre Unabhängigkeit an den White Knight verloren.¹⁶⁹⁶

cc) Verfahren und Zielgruppe „befreundeter Unternehmen“

Als konkurrierende Bieter bieten sich insbesondere sowohl Konkurrenten des feindlichen Bieters als auch Abnehmer oder Zulieferer der Zielgesellschaft an, welche zudem am ehesten ein eigenes Interesse an der Abwehr des konkreten Übernahmeversuchs haben.¹⁶⁹⁷

Nachdem die Suche eines konkurrierenden Bieters in erster Linie den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft dient,¹⁶⁹⁸ darf deren Vorstand nach Abgabe eines feindlichen Übernahmeangebotes grundsätzlich in alleiniger Zuständigkeit initiativ werden und andere Unternehmen zur Abgabe eines Konkurrenzangebotes veranlassen. Er unterliegt diesbezüglich bei gegenwärtiger Rechtslage keinerlei Beschränkungen. Dies gilt insbesondere für die Regelung nach WpÜG, wonach gemäß § 33 I 2 Alt. 2 WpÜG die Suche nach einem konkurrierenden Angebot von dem Neutralitätsgebot des Vorstandes der Zielgesellschaft ausdrücklich ausgenommen ist.

nes der (beiden) Angebote zu entscheiden, vgl. Regierungsbegründung zum Entwurf eines WpÜG, Begründung (besonderer Teil), S. 122.

¹⁶⁹¹ D.h. dieses Recht steht den Wertpapierinhabern nicht zu, wenn der erste Bieter in die Bedingungen des konkurrierenden Bieters eintritt.

¹⁶⁹² Andernfalls könnte der erste Bieter die von ihm aufgrund öffentlichen Angebotes erworbenen Aktien mit Gewinn dem zweiten Bieter andienen, während dieser Vorteil den Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft nicht mehr zustünde, vgl. Anmerkungen der Übernahmekommission zum Übernahmekodex zu Artikel 14, SCHUSTER/ZSCHOCKE, Übernahmerecht, S. 140.

¹⁶⁹³ Vgl. HERRMANN, S. 136.

¹⁶⁹⁴ Beispiele etwa bei WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2319 m.w.N.

¹⁶⁹⁵ Auch die Mannesmann AG hatte im Übernahmekampf mit Vodafone AirTouch zunächst mit dem französischen Versorgungs- und Kommunikationsunternehmen Vivendi einen White Knight gesucht, der jedoch kurze Zeit später auf die Seite von Vodafone AirTouch gezogen wurde. Vodafone und Vivendi kündigten nunmehr die Gründung eines Joint Ventures an unter der Bedingung, daß Vodafone die Mehrheit an Mannesmann erlangen würde, HERDEN/REINHARD, M&A 2000, 73, 75.

¹⁶⁹⁶ In den 90er Jahren haben sich im Vereinigten Königreich bzw. in Kontinentaleuropa bei 141 bzw. 63 feindlichen Übernahmeangeboten 56 bzw. 41 Zielgesellschaften erfolgreich gegen den Übernehmer verteidigen können. Jedoch haben diese in 16 bzw. 17 Fällen jeweils ihre Unabhängigkeit an einen White Knight verloren (Quelle: JP Morgan GmbH).

¹⁶⁹⁷ HERRMANN, S. 137.

¹⁶⁹⁸ Wenn sich das Management auf die Suche nach einem White Knight begibt, erblicken amerikanische Gerichte darin eine konkludente Aufgabe des Unabhängigkeitsstrebens der Gesellschaft, wodurch sich die Rolle der Direktoren vom Verteidiger zum Auktionator der Gesellschaft wandle, WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2319 (FN 86 m.w.N.).

Will der Vorstand des Zielunternehmens einen Dritten bzw. eine dritte Gesellschaft zur Abgabe eines eigenen Übernahmeangebotes bewegen, so muß rechtzeitig an die Finanzierung dieses Übernahmeangebotes gedacht werden. Zwar muß das Geld von dem Dritten selbständig aufgebracht werden. Insbesondere ist eine Finanzierung durch die Zielgesellschaft ausgeschlossen. Eine finanzielle Unterstützung befreundeter Bieter stößt in den Kapitalerhaltungsvorschriften (§ 57 I AktG), insbesondere im Verbot des Erwerbs eigener Aktien auf ihre Grenzen (§§ 71 ff. AktG). Aber es sind durchaus Konstruktionen denkbar, mit denen schnell und „unbürokratisch“ jedenfalls eine Zwischenfinanzierung durch eine unparteiische Bank erfolgt: Zu denken ist hier an die Vermittlung einer Investmentbank. In den USA sollen Investmentbanken für diese Zwecke Mittel in Form eigener Fonds vorhalten.¹⁶⁹⁹

Ob sich der Vorstand darüber hinaus gegenüber einem konkurrierenden Bieter verpflichten darf, dessen Übernahmeangebot gegenüber seinen Aktionären zu empfehlen und keine weiteren Übernahmeangebote anzuregen oder zu unterstützen, kann dahin stehen, weil dies der typischen Interessenlage nach einem ersten unerwünschten Übernahmeangebot nicht gerecht wird.¹⁷⁰⁰ Der Vorstand sucht sich ja gerade den konkreten Wunschübernehmer selbst aus. Der Konkurrenzbieter dürfte an der Kontinuität dieser Entscheidung des Vorstandes – in Anbetracht von nur wenige Wochen offenen Annahmefristen für die Angebote – selten begründete Zweifel haben.

Der Vorstand der Zielgesellschaft ist im Rahmen seiner pflichtgemäßen Stellungnahme nicht verpflichtet, stets das höhere von mehreren Angeboten zu empfehlen. Vielmehr kann er nach sorgfältiger Prüfung der Angebote zu der Überzeugung gelangen, daß eines unter mehreren Angeboten aufgrund spezifischer Eigenschaften der Bietergesellschaft den Interessen der Zielgesellschaft – gegebenenfalls auch erst längerfristig – mehr dient.¹⁷⁰¹ Freilich macht sich der Vorstand gegebenenfalls schadensersatzpflichtig, wenn er hierbei die Interessen der Gesellschaft verläßt und ein konkurrierendes Angebot nur deswegen unterstützt, um eigene Interessen zu verfolgen, etwa zugunsten einer hierfür vom Bieter versprochenen – persönlichen – Gegenleistung.¹⁷⁰²

dd) Zulässigkeit bevorzugter Information befreundeter konkurrierender Bieter

Die Motivation für konkurrierende Bieter zu einem besseren Angebot kann durch den Vorstand gestärkt werden, indem er diesen einen Informationsvorsprung (etwa hinsichtlich stiller Reserven, erwarteter Aufträge oder Patenten) gegenüber dem unerwünschten Bieter gewährt.¹⁷⁰³ Dadurch kann der erwünschte Bieter einen Angebotspreis vertreten, der aus Sicht des Erstbieters möglicherweise nicht mehr sinnvoll erscheint.

¹⁶⁹⁹ So sollte die Investmentbank LAZARD BROTHERS in den USA nach einer Meldung der Financial Times vom 28.8.1987 bereits einen solchen Fonds mit Mitteln i.H.v. 2 Mrd. US-Dollar bereithalten (zit. nach HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 193, FN 133).

¹⁷⁰⁰ Zu dieser Frage siehe jedoch HERRMANN, S. 137 f.

¹⁷⁰¹ Vgl. MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 22; vgl. HERRMANN, S. 138.

¹⁷⁰² Vgl. HERRMANN, S. 139 m.w.N.

¹⁷⁰³ HERRMANN, S. 143.

Selbst wenn man in der einseitigen Information erwünschter Bieter durch den Vorstand der Zielgesellschaft einen unzulässigen Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre (§ 53a AktG) sieht,¹⁷⁰⁴ so erwächst für den insoweit benachteiligten Erstbieter daraus noch kein abstrakter¹⁷⁰⁵ Anspruch auf nachträgliche Information, sondern nur bei Nachweis eines entsprechenden Schadens ein Schadensersatzanspruch gegenüber der Zielgesellschaft.¹⁷⁰⁶ Eine Verletzung des § 53a AktG läßt sich ohnehin vermeiden, wenn der konkurrierende Bieter (bevorzugt) Informationen allein aufgrund seiner Eigenschaft als Zulieferer oder Lieferant erhält.¹⁷⁰⁷

Allerdings ist die Übermittlung spezieller Informationen, die Zielgesellschaft betreffend, durch den Vorstand nicht uneingeschränkt möglich. Erfüllt dies nämlich den Tatbestand der Weitergabe von Insidertatsachen gemäß § 14 WpHG, so besteht für den Dritten ein Erwerbsverbot für die Aktien der Zielgesellschaft.¹⁷⁰⁸ Nach wohl einhelliger Meinung in der Literatur gilt jedoch die Information eines potentiellen Erwerbers von Aktien durch die Organe der Zielgesellschaft als zulässig, wenn dieser jedenfalls eine „bedeutende Beteiligung“ anstrebt.¹⁷⁰⁹

ee) Mehrheitserwerb bzw. Übernahmeangebot durch die Leitungsorgane und das Management (Management Buy-Out)

Management Buy-Outs sind sowohl in den USA und Großbritannien als auch in der Bundesrepublik bereits eingesetzt und durchgeführt worden.¹⁷¹⁰ Das Management der Zielgesellschaft kommt – statt eines Dritten – als Konkurrenzbieter insbesondere bei kleineren Gesellschaften in Betracht. Vor allem sollte – aus Gründen der Finanzierung des Angebotes – die Börsenkaptalisierung nicht allzu hoch sein. Schließlich ist nach deutschem Aktienrecht eine Beleihung des Vermögens der Zielgesellschaft (sog. Leveraged Buy-Out) und anschließender Rückführung über die Bieter als spätere Mehrheitsaktionäre rechtlich nicht zulässig.

ff) Bewertung

Es handelt sich um eine der am schnellsten greifenden und effektivsten Verteidigungsmaßnahmen im reaktiven Bereich. Insbesondere sind innerhalb der Zielgesellschaft keine langwierigen Entscheidungsprozesse auszusitzen und die Maßnahme unterliegt keinerlei rechtlichen Unwägbarkeiten. Jedoch gilt diese Maßnahme freilich als ultima ratio, d.h. sie kommt erst

¹⁷⁰⁴ So LUTTER/ZÖLLNER in Kölner Kommentar, § 53a RN 8 f.

¹⁷⁰⁵ D.h. der informationell benachteiligte Erstbieter müßte die konkreten Informationen kennen, die der konkurrierende Bieter bevorzugt erhalten hat, HERRMANN, S. 145.

¹⁷⁰⁶ Eingehend hierzu HERRMANN, S. 143 f. m.w.N.

¹⁷⁰⁷ HERRMANN, S. 145 will darüber hinaus auch den bevorzugten Informationsfluß über Aufsichtsratsmitglieder der Zielgesellschaft, die von der Bietergesellschaft gestellt werden, für zulässig halten.

¹⁷⁰⁸ § 14 II WpHG.

¹⁷⁰⁹ Vgl. ASSMANN/SCHNEIDER, WpHG-Kommentar, § 14 RN 88b, 88e. Zur Begründung wird das berechnete Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre angeführt, das dahin geht, daß der Erwerber einer bedeutenden Beteiligung, die als unternehmerische Beteiligung mehr ist als eine bloße Anlagebeteiligung, ordnungsgemäß über die Lage des Unternehmens informiert wird. Nur so könne vermieden werden, daß der zukünftige Mehrheitsaktionär nach Erwerb der Mehrheitsbeteiligung Maßnahmen ergreift, mit denen er seine enttäuschten Erwartungen korrigieren will, ASSMANN/SCHNEIDER, a.a.O., RN 88b. Zur Definition einer „bedeutenden Beteiligung“ siehe dort RN 88e.

dann zum Einsatz, wenn alle anderen Maßnahmen fehlgeschlagen sind, im konkreten Fall nicht durchführbar sind oder keinen Erfolg versprechen. Daher wird die Maßnahme aus Sicht des handelnden Vorstandes im Rahmen einer Abwehrstrategie nur von subsidiärer Bedeutung sein. Schließlich verliert die Gesellschaft in jedem Fall ihre Selbständigkeit.

Der Vorteil liegt lediglich darin, daß sich die Gesellschaft möglicherweise (aus Sicht des Vorstandes) ihren Wunschübernehmer aussuchen kann. Per definitionem begründet die Übernahme durch einen White Knight eine freundliche Übernahme. Schließlich ist ein White Knight aus Sicht des Vorstandes ein willkommener Bieter. Geht dabei die Initiative von Seiten des Vorstandes der Zielgesellschaft aus, so kann man davon sprechen, daß eine etwaige spätere Übernahme der Zielgesellschaft mit dem Vorstand „ausgehandelt“ wurde.¹⁷¹¹ Allerdings besitzt der Vorstand der Zielgesellschaft kaum mehr wirkliche Verhandlungsmacht. Schließlich verhandelt er aus einer Abwehrposition heraus und hat kaum Konzessionen anzubieten.

Die Suche nach einem geeigneten, willkommenen Bieter gestaltet sich daher um so schwieriger. Es dürfen insbesondere keine Vorteile aus dem Gesellschaftsvermögen versprochen werden. Hierbei kann aber die Ausgabe von Aktien (unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre) an den Bieter als Unterstützung¹⁷¹² dienen.

i) Zivilrechtliche Klage gegen den Bieter (sog. Litigation)

Überzieht man den Bieter mit zivilrechtlichen Klagen (typischerweise mit vorgeschaltetem Eilverfahren), so kann dies vor allem psychologische Wirkungen und einen Zeitgewinn für den Vorstand der Zielgesellschaft bringen. Als Klagegründe kommen insbesondere kartellrechtliche Einwände und die Anschuldigung mangelnder Offenlegung in den Angebotsunterlagen in Betracht.

Im einzelnen kommen als Vorteile einer Klageerhebung gegenüber dem Bieter folgende Momente zum tragen: Der sich verteidigende Vorstand erhält ein weiteres, eventuell geeigneteres Forum zur Austragung des „Meinungskampfes“. Der Vorstand der Zielgesellschaft erlangt eventuell einen psychologischen Vorteil dadurch, daß er als erster Klage erhoben hat. Gleichzeitig gewinnt er Zeit, indem er das Übernahmeverfahren zeitlich hinauszögern kann, während die Vorbereitung sonstiger Abwehrmaßnahmen und parallel die Suche nach einem White Knight auf Hochtouren läuft. Insgesamt kann sich der Vorstand und der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft durch einen zeitlichen Aufschub im Abwehrkampf etwas „Luft verschaffen“. Die Klageerhebung kann schließlich auch als Mittel gebraucht werden, um den Bieter zu

¹⁷¹⁰ Vgl. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 195 m.w.N.

¹⁷¹¹ Als Beispiel kann das Eingreifen der *Deutschen Bank AG* dienen, die im Zuge der feindlichen Übernahmeveruche durch die Indosuez (der franz. Suez-Gruppe) der *britischen Morgan Grenfell* zu Hilfe kam. Ebenso kam die *Deutsche Bank* der *Continental AG* zu Hilfe bei dem Übernahmeveruch von *Pirelli S.p.A.* Ohne Erfolg blieb aber der Versuch der *AMB-Verwaltung*, ihre Übernahme durch die *Assurances Générales de France* mit Hilfe der *italienischen Versicherung La Fondiaria* zu verhindern.

¹⁷¹² Irrig insoweit MICHALSKI, AG 1997, 152, 160 f., der einen White Knight ausschließlich mit Aktien der Zielgesellschaft aus einer Kapitalerhöhung (unter Ausschluß des Bezugsrechts) versorgen will.

einem höheren Angebot für die Aktien der Zielgesellschaft zu treiben. Der Vorstand könnte dann signalisieren, daß er seine Klage für diesen Fall zurücknimmt.

Dem Wortlaut des § 33 WpÜG folgend müßte auch die Geltendmachung von Rechtsschutzmöglichkeiten gegen das Neutralitätsgebot verstoßen. Schließlich ist auch die Klageerhebung gegenüber dem Bieter geeignet, das Übernahmeangebot zu vereiteln. Freilich muß jedoch die Geltendmachung von Rechtsschutzmöglichkeiten vom Neutralitätsgebot ausgenommen bleiben. Anderes kann höchstens für rein schikanöse und offensichtlich unbegründete Klagen gelten. In der Regel wird sich jedoch insbesondere im Hinblick auf die umfassenden Offenlegungspflichten in den Angebotsunterlagen eine schlüssige Klage formulieren lassen. In Grenzfällen lassen sich auch hier durch eine Zustimmung des Aufsichtsrates Unsicherheiten ausräumen (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG).

j) Ausbezahlung des Bieters (sog. Greenmailing)

aa) Erläuterung und Wirkungsweise der Maßnahme

Sowohl der Begriff als auch die Methode stammen aus den USA. Sie wird dort von Bietern angewandt,¹⁷¹³ die weniger ein langfristiges strategisches oder unternehmenspolitisches Interesse mit der Übernahme verbinden, sondern am schnellen finanziellen Gewinn interessiert sind.¹⁷¹⁴ Ein solcher Bieter erwirbt zunächst ein beachtliches Paket an Zielgesellschaftsaktien. Sodann wendet er sich an die Zielgesellschaft und konfrontiert diese mit der Möglichkeit eines Übernahmeangebotes, stellt aber gleichzeitig seine Bereitschaft in den Raum, davon abzulassen, falls die Zielgesellschaft ihm sein Aktienpaket zu einem lukrativen Preis abzukaufen bereit wäre (sog. Greenmailing).¹⁷¹⁵ Der angepeilte Preis liegt dabei regelmäßig deutlich über dem Marktpreis. Zu Recht kann man von einer „modernen Form der Schutzgelderpressung“ sprechen.¹⁷¹⁶

Soweit ersichtlich, wurde in der Literatur bislang noch nicht die Möglichkeit für den Vorstand der Zielgesellschaft diskutiert, den Auskauf des Bieters selbst zu initiieren – ohne daß der

¹⁷¹³ ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 148 sprechen insoweit von der Herausbildung von Unternehmern eines neuen Typs.

¹⁷¹⁴ Vgl. dazu insb. HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194 mit Hinweisen auf Beispiele der US-amerikanischen Praxis und detailliertem Zahlenmaterial; in den USA war Greenmailing in den 80iger Jahren für eine ganze Reihe von finanziell orientierten Bietern zu einer beständigen Einnahmequelle geworden. Sowohl Beispiele aus der US-amerikanischen Praxis als auch Hinweise zur Zulässigkeit nach dem Gesellschaftsrecht in den Vereinigten Staaten finden sich bei WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2317.

¹⁷¹⁵ ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 149. Der Begriff leitet sich ab aus dem Wortspiel aus green (der Farbe einer US-\$-Banknote) und einer Verkürzung von Blackmail (zu deutsch Erpressung). Synonym hierzu sollen Wall-Street-Akteure den Begriff „Good Bye Kiss“ verwandt haben, WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2317; siehe dort (m.w.N.) auch den Hinweis auf die Definition des Begriffs durch die SEC als „über Börsenkurs liegenden Erwerb eigener Aktien vom feindlich gesinnten Aktionär, der mindestens 3 % des Grundkapitals der Gesellschaft seit höchstens zwei Jahren hält“.

¹⁷¹⁶ So ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 148.

Bieter von sich aus an den Vorstand der Zielgesellschaft herangetreten wäre.¹⁷¹⁷ Je nach den konkreten Motiven des Bieters ist jedoch der Anstoß zur Auflösung der Übernahmesituation mittels dieser Technik für den Vorstand der Zielgesellschaft jedenfalls dann grundsätzlich denkbar, wenn der Bieter eindeutig lediglich (kurzfristige) finanzielle Ziele verfolgt. Aber auch wenn der Bieter aus strategischen Gründen an dem von der Zielgesellschaft betriebenen Unternehmen interessiert ist, kann dieses Interesse möglicherweise von einem „erdrückenden“ Angebot aus der Sphäre der Zielgesellschaft in den Hintergrund treten.

bb) Rechtliche Zulässigkeit und Bewertung der Methode

Bei der Frage nach der rechtlichen Zulässigkeit eines Auskaufs des unerwünschten Bieters, drängt sich die Parallelität zur Diskussion der Zulässigkeit des Auskaufs opponierender Aktionäre auf, die für die Rücknahme oder Nichterhebung einer Anfechtungsklage gegen Beschlüsse der Hauptversammlung eine „angemessene“ Entschädigung fordern.¹⁷¹⁸

Durch den Auskauf des Bieters findet ein Rükckerwerb eigener Aktien zu einem vom Bieter diktierten Preis statt. Damit sind die Vorschriften der Gleichbehandlung der Aktionäre gemäß § 53a AktG und das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 AktG berührt. § 57 I 2 AktG gestattet die ausnahmsweise Zahlung des Erwerbspreises beim zulässigen Erwerb eigener Aktien. Der Rückkauf eigener Aktien ist für die Aktiengesellschaft streng reglementiert in den §§ 71 ff. AktG. Problematisch ist die Rechtfertigung eines in der Regel *deutlichen* Zuschlages zum Marktwert der Aktien. Der Erwerb von Aktien zu überhöhten Kursen stellt jedoch eine verdeckte Leistung dar und verstößt gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäß § 57 I 1 AktG.¹⁷¹⁹ Ein überhöhter Erwerbspreis liegt insbesondere dann vor, wenn er über dem Tages- oder Vortageskurs liegt, weil sich die Gesellschaft die Aktien auch über die Börse beschaffen hätte können.¹⁷²⁰ Darin liegt – ungeachtet der Erlaubnistatbestände des § 71 I AktG – eine unzulässige Einlagenrückgewähr; der Ausnahmetatbestand des § 57 I 2 AktG steht unter dem Vorbehalt des Rükckerwerbs zu angemessenen und keinesfalls überhöhten Erwerbspreisen.

Werden dennoch Aktien zu überhöhten Preisen vom Bieter abgekauft, so bleibt nach h.M. für die unzulässigerweise rükckerworbenen Aktien nicht nur das schuldrechtliche Geschäft, sondern auch das Erfüllungsgeschäft nichtig.¹⁷²¹

¹⁷¹⁷ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194 vermuten beim Vorstand der Zielgesellschaft kein nennenswertes Interesse „für das Management, die eigenen Aktien im Namen der Gesellschaft zurückzukaufen, um seine Abberufung zu verhindern.“ Als Begründung führen sie die ohnehin erschwerten Möglichkeiten einer Neubesetzung des Vorstandes an. Diese Argumentation steht jedoch in direktem Widerspruch zum generell anerkannten Bedürfnis der Leitungsorgane, sich gegen unerwünschte Übernahmeveruche zur Wehr zu setzen (so auch HAUSCHKA/ROTH, a.a.O., 186). Im gemeinhin zur Diskussion gestellten Maßnahmenstrauß befinden sich Maßnahmen, deren Aufwand und Kosten regelmäßig deutlich höher liegen dürften als beim Greenmailing, ähnlich MICHALSKI, AG 1997, 152, 162.

¹⁷¹⁸ Siehe hierzu ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmangebote, S. 1, 148 m.w.N.

¹⁷¹⁹ HÜFFER, § 57 RN 20; LUTTER in Kölner Kommentar, § 57 RN 33.

¹⁷²⁰ WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2318.

¹⁷²¹ ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldia/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmangebote, S. 1, 148 m.w.N. – a.A. offenbar HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194 wonach auch hier bei unzulässigem Rückkauf auf

Im Ergebnis kommt der Auskauf der Aktien des Bieters als Abwehrmaßnahme nicht in Betracht. In übernahmerechtlicher Hinsicht würde die Maßnahme gemäß § 33 WpÜG dem Neutralitätsgebot unterliegen, von dem sich der Vorstand jedoch mit einer Zustimmung des Aufsichtsrates befreien könnte (§ 33 I 2 Alt. 3 WpÜG).

2. Maßnahmen, die eine unerwünschte Kontrollausübung in der Hauptversammlung limitieren

Im reaktiven Bereich stehen dem Vorstand als autonome Maßnahmen zur Begrenzung der Kontrollerlangung unerwünschter Aktionäre im wesentlichen Methoden zur Verfügung, denen in der präventiven Phase eine entsprechende Bereitstellung bzw. Ermächtigung durch die Hauptversammlung vorausgegangen ist (Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, Rückerwerb eigener Aktien sowie die Zwangseinziehung von Aktien). Daneben sind seitens des Vorstandes der Zielgesellschaft noch Maßnahmen möglich, die sich in einer bloßen (rechtlich belanglosen) „Anregung“ gegenüber Dritten erschöpfen (Stimmbindungsverträge und Ausübung von Wandlungs- und Optionsrechten durch deren Inhaber). Schließlich ist noch die Abgabe eines Gegengebotes für die Aktien der Bietergesellschaft zu prüfen.

a) „Pac Man“¹⁷²²

aa) Erläuterung der Maßnahme und Wirkungsweise

Bei der sogenannten Pac Man-Verteidigung¹⁷²³ versucht die Zielgesellschaft, die sich einem feindlichen Übernahmever such ausgesetzt sieht, zu dessen Abwehr ihrerseits eine (feindliche) Übernahme der sie bedrohenden Gesellschaft einzuleiten. Ein wesentlicher Teil der Anwendung dieser Verteidigungsmaßnahme liegt bereits in ihrer bloßen Androhung. Daher finden sich auch in der US-amerikanischen Praxis kaum Fälle, in denen es im Rahmen einer Verteidigungsstrategie tatsächlich zum (kontrollierenden) Anteilserwerb an der angreifenden Gesellschaft gekommen ist.¹⁷²⁴

Darüber hinaus jedoch kann der Bietergesellschaft durch ein Gegenangebot eine wechselseitige Beteiligung aufgezwungen werden, wodurch sich erhebliche Komplikationen ergeben können, die geeignet sind, das Übernahmeangebot des Bieters scheitern zu lassen:¹⁷²⁵ Gelingt

schuldrechtlicher Ebene der Erwerb auf dinglicher Ebene wirksam bleibt mit der bekannten Folge der Verpflichtung zur Weiterveräußerung gemäß § 71c AktG. Problematisch ist allenfalls eine etwaige Schadenersatzpflicht des Vorstandes gemäß § 93 III Nr. 3 AktG.

¹⁷²² Der Begriff hat sich auch in der einschlägigen deutschen Fachliteratur und Branchenfachsprache durchgesetzt. Er geht zurück auf ein – mittlerweile wohl veraltetes – Videospiel, bei dem es das Ziel ist, sich gegenseitig aufzufressen, d.h. zu versuchen, den jeweils anderen zu fressen, um selbst zu überleben.

¹⁷²³ Vgl. hierzu auch HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194 (FN 144) mit weiteren Nachweisen zu Beispielen der Praxis aus den USA.

¹⁷²⁴ Siehe jedoch Beispiele bei HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194 sowie bei WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2320.

¹⁷²⁵ Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 145.

es der Zielgesellschaft einen Anteilsbesitz an der Bietergesellschaft zu erwerben, der entweder beherrschend i.S.d. § 17 AktG ist oder eine Mehrheitsbeteiligung i.S.d. § 16 AktG (Stimmen- oder Anteilsmehrheit) ausmacht, so wird der Erwerb einer kontrollierenden Mehrheitsbeteiligung durch den Bieter rechtlich unmöglich. Gemäß § 71d S. 1, 2 i.V.m. § 71 II AktG darf der Bieter dann nämlich nurmehr Aktien der Zielgesellschaft bis zu einem Beteiligungsbesitz in Höhe von 10 % halten – und dies auch nur unter den Voraussetzungen eines der Tatbestände des § 71 I Nr. 1, 2 oder Nr. 8 AktG. Dagegen verstoßende Erwerbsverträge sind in schuldrechtlicher Hinsicht¹⁷²⁶ nichtig. Die Rechte aus den dennoch (dinglich wirksam)¹⁷²⁷ erworbenen Aktien ruhen gemäß § 71b AktG. Weiter müssen die Aktien gemäß § 71c AktG binnen Jahresfrist wieder veräußert werden.¹⁷²⁸

Macht die Zielgesellschaft ein Gegenangebot auf lediglich mindestens 25 % der Aktien der Bietergesellschaft, so kommen die §§ 328, 19 AktG zur Anwendung. Gelingt es der Zielgesellschaft, – zuerst – mehr als 25 % der Anteile an der Bietergesellschaft zu erwerben und eine Pflichtmitteilung gemäß § 20 III oder § 21 I AktG gegenüber der Bietergesellschaft abzugeben,¹⁷²⁹ so tritt für die Bietergesellschaft die Ausübungssperre des § 328 I AktG in Kraft. Danach ist diese in der Ausübung aller Rechte suspendiert, die über 25 % der Anteile an der Zielgesellschaft hinausgehen.¹⁷³⁰ Diese Beschränkung in der Ausübung der Mitgliedschaftsrechte an der Zielgesellschaft tritt für die Bietergesellschaft allerdings dann nicht ein, wenn diese bereits eine entsprechende Schachtelbeteiligung (größer als 25 %) hält und eine Pflichtmitteilung nach §§ 20 III, 21 I AktG abgibt oder abgegeben hat, bevor sie Kenntnis von der wechselseitigen Beteiligung erhalten hat und bevor sie eine Pflichtmitteilung erhalten hat.¹⁷³¹ Dies hätte sogar zur Folge, daß die Zielgesellschaft ihrerseits der Ausübungssperre des § 328 AktG unterliegen würde.¹⁷³²

Insofern findet ein Wettlauf statt. Soweit ersichtlich, wurde die Frage des Zeitpunktes des Erwerbstatbestandes i.S.d. § 19 AktG im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten in der Literatur noch nicht diskutiert. Lediglich *Assmann/Bozenhardt*¹⁷³³ stellen fest, daß hierbei regelmäßig auf den für das Wirksamwerden der geplanten Transaktion entscheidenden Zeitpunkt des Fristablaufs der Übernahmeangebote abzustellen sei und nicht etwa auf die jeweils erforderliche Anzahl der eingegangenen Annahmen. Dann würde jedoch ein Gegen-

¹⁷²⁶ § 71 IV 2 AktG.

¹⁷²⁷ § 71 IV 1 AktG.

¹⁷²⁸ Siehe hierzu bereits *sub A.III.2.b.cc. (Erwerb eigener Aktien)* sowie *sub A.IV.2.d. (wechselseitige Beteiligungen)*.

¹⁷²⁹ Gemäß § 328 AktG hat die positive Kenntnis des betroffenen Unternehmens von der Beteiligung die gleiche Wirkung wie der Empfang einer Mitteilung. Jedoch wird jedenfalls bei Inhaberaktien die Kenntnis mit der Mitteilung zusammenfallen; vgl. HÜFFER, § 328 RN 3. Bei Namensaktien hingegen wird man auch ohne Mitteilung von einer positiven Kenntnis von der entsprechenden Beteiligung ausgehen können.

¹⁷³⁰ Vgl. hierzu auch WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2320.

¹⁷³¹ Wissen jedoch beide Seiten von einander, daß sie gegenseitig mit mehr als 25 % der Anteile an ihrem Gegenüber beteiligt sind, ändert sich die Rechtslage mit einer Mitteilung nicht mehr, HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194.

¹⁷³² Vgl. § 328 II AktG. Bevorzugt wird also diejenige Gesellschaft, die zuerst der anderen eine Beteiligung von 25 % oder mehr am Grundkapital angezeigt hat. Vgl. zum Ganzen bereits oben *sub A.III.2.b.cc. (Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien)* sowie *A.III.2.d. (wechselseitige Beteiligungen)*.

¹⁷³³ In *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote*, S. 1, 146 (FN 765).

angebot seitens der Zielgesellschaft zur Abwehr regelmäßig keinen Sinn machen, könnte die Zielgesellschaft die – inländische – Bietergesellschaft logisch nicht mehr „einholen“. ¹⁷³⁴ Richtigerweise muß jedoch auf den Zeitpunkt abgestellt werden, in dem nach den insoweit geltenden Vorschriften des BGB der Erwerbstatbestand rechtlich nicht mehr einseitig aufgelöst werden kann. Dies wird auf Seiten der Zielgesellschaft, die eine lediglich 25 %-ige Beteiligung an der Bietergesellschaft anstrebt und das Angebot im Gegensatz zum Bieter nicht unter die Bedingung einer höheren Annahmequote stellt, regelmäßig schneller der Fall sein.

Anders zu beurteilen ist die Situation, wenn es sich bei der Bietergesellschaft nicht um eine Gesellschaft mit Sitz in Deutschland handelt. ¹⁷³⁵ Dann nämlich kommt § 19 AktG für die Bietergesellschaft nicht zur Anwendung. ¹⁷³⁶ Für die Ausübung der Teilhaberechte an der Zielgesellschaft durch die ausländische Gesellschaft kann freilich das jeweilige nationale Recht deren Landes eigene Schranken aufweisen. ¹⁷³⁷

bb) Zuständigkeit

Grundsätzlich fällt der Erwerb von Unternehmensbeteiligungen in den Zuständigkeitsbereich des Vorstandes im Rahmen seiner Leitungs- und Geschäftsführungskompetenz gemäß § 76 I AktG. ¹⁷³⁸ Eine Mindermeinung verlangt hingegen für den Beteiligungserwerb durch den Vorstand wenigstens eine Ermächtigung durch die Hauptversammlung. ¹⁷³⁹ Der Frage ist jedoch nicht allzu viel praktische Bedeutung beizumessen. Schließlich sind entsprechende Ermächtigungsklauseln in den Satzungen fast aller deutschen Aktiengesellschaften verbreitet. ¹⁷⁴⁰

cc) Schwachstellen und Umgehungsmöglichkeiten

Die Maßnahme kann ausschließlich bei Angriffen durch Kapitalgesellschaften ergriffen werden. Bei Angriffen durch Personengesellschaften oder natürliche Personen kommt ein nicht mit der Verwaltung konsentierter Beteiligungserwerb beim Angreifer nicht in Betracht. Dem-

¹⁷³⁴ Weil insoweit nach WpÜG die selben Mindest- und Höchstfristen für das öffentliche Angebot gelten.

¹⁷³⁵ Vgl. den insoweit eindeutigen Wortlaut des § 19 I 1 AktG. Vgl. hierzu bereits oben *sub A.IV.2.d. (5)*.

¹⁷³⁶ Eine analoge Anwendung scheidet aus konzernkollisionsrechtlichen Gründen aus, HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194 m.w.N.; KOPPENSTEINER in Kölner Kommentar, § 19 RN 23, 24; HÜFFER, § 19 RN 2.

¹⁷³⁷ HAUSCHKA/ROTH, AG 1988, 181, 194. Siehe hierzu bereits oben *sub A.IV.2.d. (4)*.

¹⁷³⁸ MERTENS in Kölner Kommentar, § 76 RN 51.

¹⁷³⁹ SEMLER, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, RN 352; vgl. EBENROTH/DAUM DB 1991, 1105, 1107 f. Nach umstrittener Ansicht wird – unter Berufung auf die Grundsätze nach der Holz Müller-Entscheidung des BGH – für den Beteiligungserwerb hingegen ein *Zustimmungsbeschluss* der Hauptversammlung verlangt. Dem kann nicht gefolgt werden; insbesondere erlangt im Falle des Beteiligungserwerbes der Aktionär ja etwas hinzu, im Gegensatz zum Fall der Veräußerung bzw. Ausgliederung von Teilen der Gesellschaft.

¹⁷⁴⁰ LUTTER in FS Stimpel, S. 825, 847; TIMM AG 1980, 172, 180; SEMLER, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, RN 352: „die allerdings stereotyp wohl in jeder Satzung erfolgt“.

nach kann die Methode nur beim Angriff seitens Kapitalgesellschaften ihre Wirkung entfalten.¹⁷⁴¹

Die Zielgesellschaft muß für den Erwerb solchen finalen Beteiligungsbesitzes ganz erhebliche Kapitalmittel zurückhalten.¹⁷⁴² Die Maßnahme kommt nur in der reaktiven Phase in Betracht.¹⁷⁴³ Es müssen dann unter erheblichem Zeitdruck Schachtelbeteiligungen beim Bieter aufgebaut werden. Dabei kann in aller Regel die Beteiligung im Hinblick auf die wirtschaftliche Vernunft des Investments nur unzureichend und schemenhaft geprüft werden. Es besteht demnach ein großes unternehmerisches Risiko.

Daher ist bei einem entsprechenden Vorgehen aus ökonomischen und juristischen Aspekten unter dem Gesichtspunkt der Wahrung der Sorgfaltspflichten des Vorstandes gemäß §§ 76, 93 I AktG¹⁷⁴⁴ darauf zu achten, daß die Verhältnismäßigkeit der eingesetzten Mittel zum Zwecke der Abwehr des konkreten Übernahmeversuchs gewahrt ist und insgesamt im Interesse der Gesellschaft liegt. Ideal wäre, wenn sich die Beteiligung an dem Bieterunternehmen gleichzeitig als eine unternehmerisch sinnvolle Investitionsentscheidung darstellt.

Problematisch dürfte in diesem Zusammenhang sein, daß der Vorstand der Zielgesellschaft nicht mit den Vor- bzw. Nachteilen etwaiger Synergieeffekte durch einen Zusammenschluß argumentieren kann. Insoweit ist auf eine Schlüssigkeit und Einheitlichkeit der Verteidigungsstrategie im Hinblick auf andere Abwehrmaßnahmen, insbesondere im Rahmen von Public und Investor Relations zu achten. Für diese Maßnahme kann indes lediglich mit dem Mißverhältnis des (Bar- oder Tausch-)Angebotes des Bieters zum wahren Wert des Unternehmens und mit der Verfolgung einer „besseren“ Unternehmenspolitik argumentiert werden.

dd) Ergebnis

Die Abgabe eines Gegenangebotes auf die Aktien der Bietergesellschaft kann ein wertvolles Werkzeug nicht nur in Gestalt einer Drohung bzw. zur Abschreckung sein. Insbesondere gegenüber inländischen Bietergesellschaften kann mit einem Gegengebot von mindestens 25 % eine einfache wechselseitige Beteiligung i.S.d. § 19 I AktG hergestellt werden, wodurch es dem Bieter unmöglich wird, die Zielgesellschaft zu kontrollieren. Die Maßnahme eignet sich auch gegenüber deutlich größeren Bietergesellschaften, wenn das Gegengebot mit einem Aktientausch „finanziert“ werden kann. Ausgeschlossen ist die Maßnahme aber im Falle einer angreifenden Einzelperson oder Personengesellschaft oder einer Kapitalgesellschaft, die nicht Publikumsgesellschaft ist.

¹⁷⁴¹ Im Regelfall werden unfreundliche Übernahmeangebote seitens Aktiengesellschaften ergehen. Dennoch ist, insbesondere bei kleineren Zielgesellschaften auch die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes durch eine Personengesellschaft denkbar.

¹⁷⁴² Vgl. ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote S. 1, 145; WEIMAR/BREUER, BB 1991, 2309, 2320.

¹⁷⁴³ Die möglichen potentiellen Bieter sind zu vielfältig und zahlreich, als daß eine Gesellschaft sämtliche potentiellen unerwünschten Bieter mit dieser Maßnahme schon im Vorfeld eines bekanntgewordenen (unfreundlichen) Übernahmeangebotes „knebeln“ könnte.

¹⁷⁴⁴ Vgl. nur ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote S. 1, 146.

Wegen der großen psychologischen Wirkung auf den Bieter und die Öffentlichkeit ist es denkbar, daß in Einzelfällen die Maßnahme zur Rücknahme des unerwünschten Übernahmeversuchs führt.

Die Maßnahme ist mit dem Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG dann vereinbar, wenn die Satzung zum Erwerb von Unternehmensbeteiligungen eine Ermächtigung vorsieht. Solche Klauseln sind in den Satzungen der deutschen Aktiengesellschaften ohnehin weit verbreitet. Vor dem Hintergrund des § 33 WpÜG müßte diese Ermächtigungsklausel in der Satzung lediglich den Erwerb von Unternehmensbeteiligungen (auch) zum Zwecke der Abwehr unerwünschter Übernahmen zulassen. Die Ermächtigung müßte wegen der 18-Monatsfrist des § 33 II WpÜG in der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung erneuert werden. Die Ausübung der Maßnahme durch den Vorstand aufgrund der Ermächtigung bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 33 II 4 WpÜG).

b) Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital¹⁷⁴⁵

Der Beschluß der Hauptversammlung zur Ermächtigung des Vorstandes zur Ausgabe genehmigten Kapitals enthält noch keine Kapitalerhöhung.¹⁷⁴⁶ Diese erfolgt schließlich erst, wenn der Vorstand von der Ermächtigung Gebrauch macht.

Um gezielt die Beteiligungsverhältnisse zu Lasten eines unerwünschten Übernehmers zu verändern, gibt der Vorstand das Kapital erst aus, wenn ein konkretes (unerwünschtes) Übernahmeangebot vorliegt, um die Aktien aus der Kapitalerhöhung dann einem (möglichst) willkommenen Investor zuzuteilen. Die Schwierigkeit dabei wird jedoch regelmäßig sein, schnell eine befreundete Adresse zu finden.

aa) Die Entscheidung des Vorstandes

Der Vorstand setzt die Einzelheiten der Kapitalerhöhung nach pflichtgemäßem Ermessen selbst fest.¹⁷⁴⁷ Er entscheidet im Rahmen seiner Geschäftsführungsbefugnis (§ 77 AktG) über die Ausgabe („ob“) sowie in welcher Höhe er von dem genehmigten Kapital Gebrauch macht und über die Bedingungen der Aktienaussgabe, soweit die Hauptversammlung ihn nicht gebunden hat, § 204 I 1 AktG.¹⁷⁴⁸ Die Entscheidung des Vorstandes bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 204 I 2 HS 1 AktG). Die Zustimmung ist Wirksamkeitserfordernis.¹⁷⁴⁹

Zu diesen Bedingungen gehört jedoch (grundsätzlich) nicht der Ausschluß des Bezugsrechts, weil es sich hierbei um ein elementares Aktionärsrecht handelt.¹⁷⁵⁰ Dieser muß gesondert in der Ermächtigung durch die Satzung vorgesehen sein, § 203 II 1 AktG. Entweder ist das

¹⁷⁴⁵ Der Vorstand ist nur zu einer regulären Kapitalerhöhung gegen Einlagen ermächtigt, nicht also zu einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln oder einer bedingten Kapitalerhöhung, § 203 AktG. NIRK, Handbuch der Aktiengesellschaft, Bd. I RZ 1444.

¹⁷⁴⁶ Zum Ermächtigungsbeschluß siehe oben *sub A.III.2.b.aa.(2)*.

¹⁷⁴⁷ HÜFFER, § 202 RN 20; NIRK, Bd. I, RZ 1449.

¹⁷⁴⁸ NIRK, Bd. I, RZ 1449.

¹⁷⁴⁹ HÜFFER, § 204 RN 6 m.w.N.

¹⁷⁵⁰ NIRK, Bd. I, RZ 1449; HÜFFER, § 203 RN 8.

Bezugsrecht bereits im Ermächtigungsbeschuß ausgeschlossen worden (§ 203 I 1 i.V.m. § 186 III, IV AktG) oder die Befugnis zum Ausschluß des Bezugsrechts wurde im Ermächtigungsbeschuß in das Ermessen des Vorstandes gestellt (§ 203 II 2 i.V.m. § 186 IV AktG). Im letzteren Fall bedarf der Ausschluß des Bezugsrechts gemäß § 204 I 2 HS 2 AktG der Zustimmung des Aufsichtsrates, andernfalls wäre der Bezugsrechtsausschluß unwirksam.¹⁷⁵¹

Ist auch die Entscheidung über den Ausschluß des Bezugsrechts in das Ermessen des Vorstandes gestellt, muß dieser in eigener Verantwortung prüfen, ob aus unternehmerischer Sicht der Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre im Interesse der Gesellschaft liegt. Es ist die Pflicht des Vorstandes, im Rahmen seines unternehmerischen Ermessens sorgfältig zu prüfen, ob der allein ihm vollständig bekannte Sachverhalt die Durchführung des Hauptversammlungsbeschlusses, der den Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktien umfaßt, im Gesellschaftsinteresse rechtfertigt.¹⁷⁵² Ist eine solche Rechtfertigung nicht gegeben, hat der Vorstand die Durchführung des geplanten Vorhabens zu unterlassen; führt er es dennoch durch, kann er sich gemäß § 93 II AktG schadensersatzpflichtig machen.¹⁷⁵³

bb) Die materiell-rechtlichen Voraussetzungen der Vorstandsentscheidung

Nach früherer Rechtsprechung des BGH¹⁷⁵⁴ durfte bei jeglicher Kapitalerhöhung das Bezugsrecht der Aktionäre nur dann ausgeschlossen werden, wenn dies *im Zeitpunkt der Beschlußfassung* unter Abwägung der Interessen der ausgeschlossenen Aktionäre durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt war. Dies galt nach BGH selbst dann für die Kapitalbeschaffung durch genehmigtes Kapital nach §§ 202 ff. AktG, wenn der Vorstand zum Ausschluß des Bezugsrechtes ermächtigt wurde.¹⁷⁵⁵

Er durfte sodann – in Erfüllung seiner Geschäftsführungspflichten – von dieser Ermächtigung nur Gebrauch machen, wenn er „nach pflichtgemäßer kaufmännischer Prüfung der Überzeugung sein durfte, der Ausschluß sei das angemessenste und am besten geeignete Mittel zur Verfolgung überwiegender Gesellschaftsinteressen“.¹⁷⁵⁶

Mit der geänderten Rechtsprechung in „Siemens/Nold“ hat sich die Rechtmäßigkeitsprüfung weg vom ermächtigenden Hauptversammlungsbeschuß und auf dessen Ausübung durch den Vorstand hin bewegt.¹⁷⁵⁷ Nunmehr hat der Vorstand – entsprechend der geänderten Rechtsprechung des BGH¹⁷⁵⁸ – für die Inanspruchnahme seiner Ermächtigung folgende Voraussetzungen einzuhalten:

- Die Realisierung des Vorhabens muß in Übereinstimmung mit dem nach der Satzung vorgeschriebenen Unternehmensgegenstand stehen,

¹⁷⁵¹ LUTTER in Kölner Kommentar, § 204 RN 16.

¹⁷⁵² BGHZ 136, 133, 135 (=BGH WM 1997, 1704, 1706).

¹⁷⁵³ PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 201.

¹⁷⁵⁴ BGHZ 71, 40, 46.

¹⁷⁵⁵ So die Philipp Holzmann-Entscheidung des BGH, BGHZ 83, 319, 323.

¹⁷⁵⁶ BGHZ 83, 319, 323.

¹⁷⁵⁷ Vgl. KINDLER, ZGR 1998, 35, 57.

¹⁷⁵⁸ Vgl. BGHZ 136, 133, 135 sowie Leitsatz 1 und 2 (=BGH WM 1997, 1704, 1706).

- sie darf nur erfolgen, wenn die zugrundeliegenden *konkreten* Tatsachen der (im Bezugsrechtsausschluß oder in seinem Bericht enthaltenen) *abstrakten* Umschreibung des Vorhabens entsprechen, und
- das Vorhaben auch im Zeitpunkt seiner Realisierung noch im „wohlverstandenen Interesse“ der Gesellschaft liegt.

Zum 2. Spiegelstrich: Die tatsächliche Situation zum Zeitpunkt des Vorstandsbeschlusses muß mit der abstrakten Umschreibung des Vorhabens im Hauptversammlungsbeschluß übereinstimmen. Dabei hat sich der Vorstand an die Zweckbestimmungen des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung zu halten. Ein Vorstand darf ein zu ursprünglich anderen Zwecken genehmigtes Kapital mit Option zum Ausschluß des Bezugsrechts nicht zweckwidrig im Abwehrkampf gegen einen unerwünschten Bieter benutzen. Eine solche Lösung von den Bestimmungsfaktoren der Zulässigkeitsprüfung wäre mangels Deckung durch einen Ermächtigungsbeschluß unzulässig.

Zum 1. Spiegelstrich: Dem Erfordernis der Übereinstimmung mit dem Unternehmensgegenstand kommt keine eigenständige Bedeutung zu: Bewegt sich die Kapitalerhöhung durch den Vorstand im Rahmen des Ermächtigungsbeschlusses, so wird man nach zutreffender Ansicht die Kapitalerhöhung auch dann für rechtmäßig erachten müssen, wenn die Maßnahme außerhalb des bisherigen Unternehmensgegenstandes liegt. Wenn die formalen Kautelen und die Mehrheitserfordernisse des Ermächtigungsbeschlusses einerseits und die für Satzungsänderungen andererseits sich decken,¹⁷⁵⁹ wird man in dem Ermächtigungsbeschluß jedenfalls eine implizite Erweiterung des Unternehmensgegenstandes erblicken.¹⁷⁶⁰ Liegt die Kapitalmaßnahme – entgegen des Ermächtigungsbeschlusses – außerhalb des Unternehmensgegenstandes, so ist ohnehin das Erfordernis der Deckung mit der allgemeinen Umschreibung des Vorhabens in der Ermächtigung verletzt. Diese Deckung setzt lediglich voraus, daß die ergriffene Maßnahme einem im Ermächtigungsbeschluß aufgeführten Maßnahmentypus zugeordnet werden kann, was in der Praxis angesichts des zulässigen hohen Abstraktionsgrades im Hauptversammlungsbeschluß selten zu Abweichungen führen sollte.

Zum 3. Spiegelstrich: Am meisten Bedeutung kommt der Rechtmäßigkeitskontrolle im Rahmen der Frage nach dem „wohlverstandenen Interesse“ der Gesellschaft zu. Hier geht es jetzt um die Interessendienlichkeit der konkreten Entscheidung. Wird der Vorstand gemäß § 203 II AktG auch zum Ausschluß des Bezugsrechts ermächtigt, so hat er die Kapitalerhöhung *und* den Ausschluß des Bezugsrechtes am Gesellschaftsinteresse zu messen.

An dieser Stelle ist nunmehr zwischen Barkapitalerhöhungen und Sachkapitalerhöhungen zu unterscheiden. Für letztere ist nunmehr die Interessendienlichkeit der Kapitalerhöhung selbst maßgeblich. Die Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses ergibt sich in diesem Falle automatisch, weil im Falle einer Sachkapitalerhöhung eine Aufrechterhaltung des Bezugsrechtes logisch ausgeschlossen ist. Der Bezugsrechtsausschluß muß dann dem Vergleich mit

¹⁷⁵⁹ Vgl. § 179 II 2 AktG und § 202 II 2 AktG.

¹⁷⁶⁰ Siehe KINDLER, ZGR 1998, 35, 58 mit zahlreichen weiteren Nachweisen.

einer Barkapitalerhöhung und dem käuflichen Erwerb der einzubringenden Sache wegen des Wegfalles der Erforderlichkeits- und Verhältnismäßigkeitsprüfung nicht mehr standhalten.¹⁷⁶¹

Im Falle einer Barkapitalerhöhung ist dagegen gesondert zu prüfen, ob der Bezugsrechtsausschluß den Interessen der Gesellschaft dient, weil Bareinzahlungen grundsätzlich von jedem (Altaktionär) erbracht werden können. Dabei liegt ein Ausschluß des Bezugsrechtes nur dann im Gesellschaftsinteresse, wenn mit der Kapitalerhöhung Ziele verfolgt werden, die über eine bloße Liquiditätsstärkung hinausgehen. Positiv judiziert wurden in diesem Sinne u.a. die Ausgabe von Belegschaftsaktien¹⁷⁶² und Aktienoptionen an Führungskräfte¹⁷⁶³, die Sanierung des Unternehmens¹⁷⁶⁴, eine Börseneinführung und Auslandsplazierung¹⁷⁶⁵ sowie die Begründung strategischer Allianzen¹⁷⁶⁶.

Welche Maßnahmen konkret im Interesse einer Gesellschaft liegen, hat der Vorstand im Rahmen seines unternehmerischen Beurteilungsspielraums grundsätzlich frei zu beurteilen.¹⁷⁶⁷ Hier ist also zu prüfen, inwieweit die Abwehr eines *konkreten* feindlichen Übernahmeversuches im „wohlverstandenen Interesse“ der Gesellschaft liegt. Nach der hier vertretenen Ansicht darf der Vorstand dies grundsätzlich annehmen, soweit die Abwehr der *konkreten* Kontrollübernahme dem Fortbestand der Unternehmensidee (als Bestandteil des Gesellschaftsinteresses) dient.¹⁷⁶⁸

Wenn der Ermächtigungsbeschluß der Hauptversammlung keinen Ausgabebetrag festsetzt, entscheidet diesbezüglich gemäß § 204 I 1 AktG der Vorstand. Diese Entscheidung bedarf allerdings gemäß § 204 I 2 HS 1 AktG der Zustimmung durch den Aufsichtsrat.

cc) Justitiabilität der Vorstandsentscheidung

Mit der Kompetenzverlagerung auf den Vorstand beim genehmigten Kapital geht auch die Verlagerung des Rechtsschutzes auf diese Stufe der Kapitalmaßnahme einher.¹⁷⁶⁹ Der BGH selbst hat in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“ die gerichtlichen Kontrollmöglichkeiten diesbezüglich erläutert.¹⁷⁷⁰ Zu nennen ist vor allem der Haftungsprozeß gemäß § 93 II AktG und eventuelle Feststellungs- und Unterlassungsklagen einzelner Gesellschafter.¹⁷⁷¹

Ob der Vorstand auch noch vor Durchführung der Kapitalerhöhung die Aktionäre schriftlich über seinen Beschluß, das Bezugsrecht auszuschließen, unterrichten muß, ist äußerst umstrit-

¹⁷⁶¹ KINDLER, ZGR 1998, 35, 60 m.w.N.

¹⁷⁶² BGHZ 136, 133, 134 (=BGH WM 1997, 1704, 1705) – Siemens/Nold; BGHZ 83, 319, 323 – Holzmann.

¹⁷⁶³ BGHZ 71, 40 – Kali & Salz.

¹⁷⁶⁴ BGHZ 83, 319, 323 – Holzmann.

¹⁷⁶⁵ BGHZ 125, 239 – Deutsche Bank.

¹⁷⁶⁶ BGHZ 83, 319, 323 – Holzmann.

¹⁷⁶⁷ Begrenzt lediglich durch die §§ 138 I BGB und 243 II AktG; KINDLER, ZGR 1998, 35, 60.

¹⁷⁶⁸ Vgl. hierzu oben *sub A.III.2.b.aa.(1) (d)*.

¹⁷⁶⁹ KINDLER, ZGR 1998, 35, 66.

¹⁷⁷⁰ BGHZ 136, 133, 135 (=BGH WM 1997, 1704, 1706).

¹⁷⁷¹ Daneben spielt die Verantwortung des Vorstandes gegenüber dem Aufsichtsrat gemäß § 204 I 2 AktG und gegenüber der Hauptversammlung (§§ 119 I Nr. 3, 120 AktG) eine geringere Rolle, siehe KINDLER, ZGR 1998, 35, 66.

ten.¹⁷⁷² Eine Vorabberichterstattung, wie sie zum Teil in der Literatur aus Rechtsschutzgesichtspunkten gefordert wird, hält der BGH aber offensichtlich nicht für erforderlich.¹⁷⁷³ Diese nochmalige Unterrichtung im Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung¹⁷⁷⁴ soll der hinreichenden Information der Aktionäre dienen, um ihnen effektiven Rechtsschutz zum Beispiel im Wege einer präventiven Feststellungs- oder Unterlassungsklage zu gewähren.¹⁷⁷⁵ Im Ergebnis ist eine nochmalige Berichtspflicht des Vorstandes im Zeitpunkt der Ausgabe des genehmigten Kapitals aber abzulehnen.¹⁷⁷⁶ Dem Aktionärsschutz ist hinreichend Genüge getan, indem die Hauptversammlung ihr Recht auf Einfluß auf die konkrete Kapitalerhöhung bewußt und freiwillig im Zeitpunkt der Genehmigung für den Vorstand aufgibt. Schließlich ist es Sinn und Zweck des genehmigten Kapitals, dem Vorstand als dem flexibleren Organ der Gesellschaft die Möglichkeit zum schnellen Handeln zu geben.¹⁷⁷⁷

Eine Kontrolle des Vorstandes bezüglich der konkreten Kapitalerhöhungsmaßnahme findet damit nicht mehr im Vorhinein durch die Hauptversammlung statt. Präventiv kontrolliert nur der Aufsichtsrat mit Erteilung seines placet die Entscheidung des Vorstandes gemäß § 204 I 2 AktG. Im Nachhinein kommt nur noch eine Kontrolle durch die Hauptversammlung im Rahmen des Beschlusses über die Entlastung des Vorstandes gemäß §§ 119 I Nr. 3, 120 AktG in Betracht. Zudem muß sich der Vorstand gegebenenfalls einem Haftungsprozeß nach § 93 II AktG unterwerfen oder einzelnen Feststellungs- und Unterlassungsklagen einzelner Aktionäre stellen.¹⁷⁷⁸

dd) Verfahren und übernahmerechtliche Zulässigkeit

Im Falle der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen müssen – falls noch nicht in der Ermächtigung festgelegt – die erforderlichen Festsetzungen durch den Vorstand getroffen werden und in den Zeichnungsschein aufgenommen werden, § 205 II 1 AktG. Die Zustimmung des Aufsichtsrates ist hierfür nicht zwingend vorgeschrieben. Nach § 205 II 2 AktG jedoch „soll“ der Vorstand die Entscheidung nur mit Zustimmung des Aufsichtsrates treffen.

¹⁷⁷² Vgl. die Nachweise bei PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 214 FN 401; WEISNER, S. 203 FN 822; VOLHARD, AG 1998, 397, 402 FN 87.

¹⁷⁷³ Ebenso das LG Frankfurt/M., ZIP 2001, 117 – Commerzbank AG; so auch VOLHARD, AG 1998, 397, 403; siehe zu dieser Frage zuletzt BOSSE, ZIP 2001, 104 ff.

¹⁷⁷⁴ Erstmals mußte der Vorstand bereits zur Herbeiführung eines Beschlusses in der Hauptversammlung über seine Ermächtigung einen begründeten Bericht vorlegen.

¹⁷⁷⁵ PICOT/MÜLLER-EISING in PICOT, S. 214; HIRTE, Bezugsrechtsausschluß, S. 122.

¹⁷⁷⁶ Vgl. hierzu eingehend BOSSE, ZIP 2001, 104, 106 f.

¹⁷⁷⁷ So auch der BGH in seiner Siemens/Nold-Entscheidung, BGHZ 136, 133 (=BGH WM 1997, 1704 ff.), wenn auch der BGH keine ausdrückliche Stellung zur Frage einer erneuten Berichtspflicht des Vorstandes bezieht; in der Holzmann-Entscheidung läßt der BGH diese Frage sogar ausdrücklich offen, BGHZ 83, 319, 327; im Ergebnis ebenso WEISNER, S. 204.

¹⁷⁷⁸ Zu den Ansprüchen und Klagemöglichkeiten siehe eingehend CAHN, ZHR 2000, 113 ff.; zur Anfechtungs-, Abwehr- und Schadensersatzklage des Aktionärs BAYER, NJW 2000, 2609, 2613 ff. Zur Haftung des Vorstandes und den Pflichten des Aufsichtsrates, HORN, ZIP 1997, 1129 ff. Vgl. hierzu jedoch LUTTER (JZ 1998, 50, 52), der auf die limitierten Möglichkeiten einer Aktionärsklage in Deutschland hinweist: „In 50 Jahren Rechtsprechung des BGH und 131 Bänden BGHZ“ sei ein einziger solcher Haftungsfall (BGHZ 100, 228) dokumentiert; zur Haftungsklage sowie Unterlassungsklage des Aktionärs siehe auch LUTTER, JZ 2000, 837, 840 ff.

Die Entscheidung des Vorstands zur Ausgabe genehmigten Kapitals soll gemäß § 202 III 2 AktG nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats getroffen werden und für die Entscheidung über die Bedingungen der Ausgabe und einen etwaigen Ausschluß des Bezugsrechtes ist die Zustimmung sogar Wirksamkeitsvoraussetzung (§ 204 I 2 AktG).¹⁷⁷⁹ Die Ausgabe genehmigten Kapitals unterliegt dem grundsätzlichen Neutralitätsgebot des § 33 I 1 WpÜG: Die Regierungsbegründung zum WpÜG¹⁷⁸⁰ nennt zu § 33 I 1 ausdrücklich „die Ausgabe eines nicht unerheblichen Anteils von Aktien durch die Zielgesellschaft“ als Beispiel für eine Maßnahme, durch „die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte“. Die Maßnahme ist jedoch zulässig wenn sie aufgrund einer Ermächtigung gemäß § 33 II WpÜG erfolgt. Auch nach § 33 II 4 WpÜG bedarf die Ausgabe genehmigten Kapitals aufgrund einer – bereits vor Veröffentlichung des öffentlichen Angebotes erteilten – Ermächtigung der Hauptversammlung der Zustimmung des Aufsichtsrates. Dies dürfte in aller Regel keine Probleme bereiten, weil der Vorstand in akuten Übernahmekämpfen sich ohnehin mit dem Aufsichtsrat abstimmen wird.

Die Kapitalerhöhung muß entsprechend der Ermächtigung binnen 5 Jahren nach Eintragung der Satzungsänderung vorgenommen werden, § 202 I, II 1 AktG. Wie bereits erörtert¹⁷⁸¹ kann hierzu in der Praxis die Ermächtigung regelmäßig erneuert werden. Bei jährlicher Erneuerung der Ermächtigung in der ordentlichen Hauptversammlung stellen sich keine Probleme im Hinblick auf § 33 II 2 WpÜG, wonach der Ermächtigungsbeschluß für Abwehrmaßnahmen gegen unerwünschte Übernahmeveruche nicht älter als 18 Monate sein darf. In übernahmerechtlicher Hinsicht muß sich die Ermächtigung der Hauptversammlung zu der Kapitalmaßnahme schließlich (auch) auf die Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeveruche erstrecken.

Der Vorstand hat gemäß § 186 IV AktG analog zum Beschlußantrag den Ausschluß des Bezugsrechtes schriftlich zu begründen. Diese Begründung muß die Erfüllung aller oben genannten aktienrechtlichen Voraussetzungen darlegen.

c) Anregung des Vorstandes der Zielgesellschaft zur Geltendmachung von Wandlungs- und Optionsrechten seitens befreundeter Inhaber von Options- und Wandelanleihen¹⁷⁸²

Der Vorstand der Zielgesellschaft kann in rechtlich zulässiger Weise die Ausübung von Wandlungs- und Optionsrechten Dritter nicht beeinflussen. Sobald jedoch ein unerwünschtes Übernahmeangebot veröffentlicht wurde, kann er *informell* auf die verwaltungstreuen Inhaber solcher Wertpapiere einwirken, damit diese durch Ausübung von deren Wandlungs- und Optionsrechten stimmberechtigte Aktien der Zielgesellschaften beziehen, die damit den Aktienanteil des unerwünschten Übernehmers verwässern.

¹⁷⁷⁹ Jedoch berührt die fehlende Zustimmung die Wirksamkeit der Kapitalerhöhung wohl im Außenverhältnis nicht, siehe im einzelnen HÜFFER, § 204 RN 8, 9.

¹⁷⁸⁰ Begründung (besonderer Teil) zu § 33 Absatz 1 Satz 1, S. 142.

¹⁷⁸¹ Siehe oben *sub A.III.2.aa.(2)*.

¹⁷⁸² Zur Ausgabe von solchen Rechten siehe oben *sub A.III.2.aa.(3)*.

Eine Verletzung der Neutralitätspflicht des § 33 WpÜG ist hierbei – mangels initiativer Handlung seitens des Vorstandes der Zielgesellschaft – nicht ersichtlich.

d) Rükckerwerb eigener Aktien

Mit dem Rükckerwerb eigener Aktien verteuern sich in der Regel die Gesellschaftsanteile an der Börse.¹⁷⁸³ Jedenfalls aber wird die Anzahl der am Markt befindlichen Streuaktien vermindert. Zusammen mit den zurükkerworbenen Aktien darf die Gesellschaft bis zu 10 % des Grundkapitals selbst halten¹⁷⁸⁴ und anschließend (bis zu 10 % des Grundkapitals) an einen willkommenen Investor, nahe am Börsenkurs,¹⁷⁸⁵ abgeben. Allerdings darf mit Vorliegen des Übernahmeangebotes der Veräußerungspreis an den Dritten nicht hinter dem Angebotspreis des öffentlichen Übernahmeangebotes zurückbleiben.¹⁷⁸⁶

Im reaktiven Bereich kommen als Erlaubnistatbestände zum Erwerb eigener Aktien der Erwerb gemäß § 71 I Nr. 1 sowie gemäß § 71 I Nr. 8 AktG in Betracht. Der Rükckerwerb eigener Aktien zur Ausgabe von Belegschaftsaktien scheidet dagegen aus abwehrstrategischen Gründen aus, weil die Aktien während des Laufes der Angebotsfrist nicht in relevantem Umfang über entsprechende Mitarbeiteraktien-Programme an die Belegschaft ausgegeben werden können.¹⁷⁸⁷

aa) Rükckerwerb aufgrund Ermächtigung durch die Hauptversammlung, § 71 I Nr. 8 AktG

Die Regierungsbegründung zum WpÜG¹⁷⁸⁸ nennt zu § 33 I 1 ausdrücklich „den Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft“ als Beispiel für eine Maßnahme, durch „die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte“. Zum Zeitpunkt des Rükckerwerbs eigener Aktien durch den Vorstand darf der Ermächtigungsbeschluß nach Gesellschaftsrecht höchstens 18 Monate alt sein, § 71 I Nr. 8 S. 1 AktG.¹⁷⁸⁹ Damit bleibt auch hier die Regelung des § 33 II 2 WpÜG ohne konstitutive Auswirkungen, wonach Maßnahmen, die den Erfolg des Übernahmeangebotes verhindern können, aufgrund präventiver Ermächtigung nur erfolgen dürfen, wenn der entsprechende Ermächtigungsbeschluß der Hauptversammlung nicht älter als 18 Monate ist. Auch hier empfiehlt sich eine jährliche Erneuerung der Ermächtigung in der ordentlichen Hauptversammlung.

Wenn der Ermächtigungsbeschluß keinen Erwerbszweck vorschreibt, so liegt die Zweckbestimmung nach Aktiengesetz im freien Ermessen des Vorstandes.¹⁷⁹⁰ Dies gilt zwar für den

¹⁷⁸³ Vgl. bereits oben *sub A.III.2.cc.(1)*.

¹⁷⁸⁴ Zu den Volumenschranken des zulässigen Erwerbs eigener Aktien gemäß § 71 II AktG siehe bereits oben *sub A.III.2.cc.(5)*.

¹⁷⁸⁵ § 186 III, IV i.V.m. § 71 I Nr. 8 S. 2 HS 2 AktG.

¹⁷⁸⁶ Vgl. zum Ganzen oben *sub A.III.2.cc.*

¹⁷⁸⁷ Zwar wird der Erwerb eigener Aktien auch nicht rückwirkend unzulässig, wenn die Aktien tatsächlich nie den Arbeitnehmern angeboten werden, aber die Aktien dürfen nicht an andere Anleger ausgegeben werden.

¹⁷⁸⁸ Begründung (besonderer Teil) zu § 33 Absatz 1 Satz 1, S. 142.

¹⁷⁸⁹ Ein Ermächtigungsbeschluß, der eine längere Geltungsdauer vorsieht, ist gemäß § 241 Nr. 3 AktG nichtig.

¹⁷⁹⁰ Andernfalls ist er an den Erwerbszweck des Ermächtigungsbeschlusses gebunden.

Ermächtigungsbeschluß nach § 33 II WpÜG nicht. Falls der Ermächtigungsbeschluß jedoch den Vorstand der Zielgesellschaft nicht (auch) zur Verhinderung unerwünschter Übernahmeveruche ermächtigt, kann sich der Vorstand immer noch um eine Zustimmung des Aufsichtsrates bemühen, um das Neutralitätsgebot zu vermeiden. Denn die Zustimmung des Aufsichtsrates stellt einen selbständigen Ausnahmetatbestand zum Neutralitätsgebot dar (vgl. § 33 I 2 Alt. 3 WpÜG) und die Vorschrift des § 33 II WpÜG läßt die gesellschaftsrechtliche Wirksamkeit des Ermächtigungsbeschlusses nach Aktienrecht unberührt.

In Ausnahmesituationen kommt sogar ein gesellschaftsrechtlich unzulässiger Erwerb eigener Aktien in Betracht.¹⁷⁹¹ Gemäß § 71 IV 1 AktG wird die Gesellschaft in jedem Falle Eigentümerin und Inhaberin der rückerworbenen Aktien. Es besteht jedoch eine Pflicht zur Veräußerung binnen Jahresfrist gemäß § 71c AktG. Der Rückgewähranspruch der veräußernden Aktionäre aufgrund des nichtigen Kausalgeschäftes gemäß §§ 812 ff. BGB wird selten praktische Relevanz haben. Auch dürfte die Schadensersatzpflicht gemäß §§ 116, 93 AktG in der Regel mangels Schaden für die Gesellschaft nicht greifen. Allerdings liegt eine Ordnungswidrigkeit gemäß § 405 I Nr. 4a AktG vor und es ergeben sich sowohl für den veräußernden Aktionär als auch für die Gesellschaft steuerliche Nachteile.¹⁷⁹²

Nach dem Erwerb eigener Aktien aufgrund der Ermächtigung muß der Vorstand die Hauptversammlung substantiiert unterrichten.¹⁷⁹³ Der Erwerb eigener Aktien, aber auch die Wiederveräußerung kann schließlich eine kursrelevante Tatsache i.S.d. § 15 WpHG sein.¹⁷⁹⁴

bb) Rückerwerb zur Abwehr eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens, § 71 I Nr. 1 AktG

Gemäß § 71 I Nr. 1 AktG ist ausnahmsweise ein Aufkauf eigener Aktien zulässig. Im Gegensatz zum Rückerwerb aufgrund Ermächtigungsbeschluß gemäß § 71 I Nr. 8 AktG bedarf es hierbei keines ermächtigenden Hauptversammlungsbeschlusses. Dafür unterliegt der Rückerwerb gemäß § 71 I Nr. 1 AktG einer positiven gesetzlichen Zweckvorgabe (Abwehr schweren Schadens). Bis zu 10 % (vorher erworbene Aktien werden hierbei hinzugerechnet) des Grundkapitals (§ 71 II 1 AktG) ist ein Rückerwerb zulässig,¹⁷⁹⁵ wenn der Erwerb eigener Aktien erforderlich ist, um „*schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden*“ von der Gesellschaft abzuwenden.¹⁷⁹⁶

Im einzelnen muß der Gesellschaft objektiv ein schwerer Schaden i.S.d. §§ 249 ff. BGB drohen. Der Schaden muß der Gesellschaft selbst drohen, ein Schaden für die Gesellschafter – etwa durch Minderung der börslichen Bewertung ihrer Anteile – ist nicht ausreichend.¹⁷⁹⁷ Als

¹⁷⁹¹ Vgl. hierzu bereits oben *sub A.III.2.cc.(7)*.

¹⁷⁹² Siehe hierzu bereits eingehend oben *sub A.III.2.cc.(7)*.

¹⁷⁹³ Siehe hierzu bereits eingehend oben *sub A.III.2.cc.(6)*.

¹⁷⁹⁴ Siehe hierzu bereits eingehend oben *sub A.III.2.cc.(6)*.

¹⁷⁹⁵ Dabei darf auch hier weder das Grundkapital noch die gesetzliche oder satzungsgemäße Rücklage vermindert werden, § 71 II 2 AktG. Zudem muß auf die rückzuerwerbenden Aktien der Ausgabebetrag voll geleistet sein, § 71 II 3 AktG.

¹⁷⁹⁶ Vgl. in diesem Zusammenhang etwa MICHALSKI, AG 1997, 152, 155 m.w.N.

¹⁷⁹⁷ HÜFFER, § 71 RN 7.

Schaden kommt jegliche Vermögenseinbuße einschließlich Folgeschäden, insbesondere entgangener Gewinn, in Betracht.¹⁷⁹⁸

Zutreffenderweise kommt es entscheidend darauf an, daß aus Sicht der Verwaltung objektiv im Zeitpunkt des Erwerbs der eigenen Aktien (ex-ante-Perspektive) die Besorgnis des Schadens Eintritts hinreichend konkret ist und durch die konkrete Übernahmeabsicht unmittelbar bevorsteht.¹⁷⁹⁹ Der Schaden muß in überschaubarer Zukunft zu erwarten sein.¹⁸⁰⁰ Die notwendige Schwere des Schadens ist gegeben, wenn die Einbuße unter Berücksichtigung der Finanzkraft und Größe der Gesellschaft jedenfalls beachtlich ist. Eine Existenzgefährdung hingegen braucht noch nicht zu bestehen.¹⁸⁰¹

Der Erwerb der Aktien muß aus objektiven Gesichtspunkten¹⁸⁰² *notwendig* sein, um den Schaden abzuwehren. Die bloße Tauglichkeit des Erwerbs eigener Aktien zur Schadensabwehr ist nicht ausreichend. Hingegen muß der Erwerb nicht das einzig zur Verfügung stehende Mittel sein.¹⁸⁰³ Vielmehr ist ausreichend aber auch erforderlich,¹⁸⁰⁴ daß der Erwerb eine Lösungsmöglichkeit ohne vernünftige Alternativen darstellt.

Als denkbarer Schaden im Rahmen der Abwehr eines unerwünschten Übernahmeangebotes kommen nachfolgende, in der Literatur¹⁸⁰⁵ diskutierte, Fallgruppen in Betracht:

(1) Überfremdung der Zielgesellschaft

Es gilt als strittig, ob die drohende Überfremdung den Aktienerwerb generell rechtfertigt.¹⁸⁰⁶ Die drohende Überfremdung wird dabei entweder im Übernahmeversuch eines ausländischen Bieterunternehmens oder z.T. auch durch die Beteiligung eines Konkurrenzunternehmens gesehen.¹⁸⁰⁷ Der BFH¹⁸⁰⁸ sieht in der Veränderung der Beteiligungsstruktur keinen Schaden i.S.d. § 71 I Nr. 1 AktG, weil durch die Veränderung der Beteiligungsstruktur zwar möglicherweise den Gesellschaftern, niemals aber der Gesellschaft ein Schaden drohe.¹⁸⁰⁹ Teilweise

¹⁷⁹⁸ HÜFFER, § 71 RN 7.

¹⁷⁹⁹ Weitergehend HOPT in WM-Festgabe Heinsius, S. 22, 27, der gar fordert, die Verwirklichung der Gefahr, namentlich eine Ausplünderung oder Zerschlagung der Gesellschaft, müsse von vornherein feststehen. Es reiche demnach nicht eine bloße Befürchtung aus.

¹⁸⁰⁰ Keinesfalls muß er sofort eintreten; ein zeitlicher Höchststrahmen ist nicht fixierbar, HÜFFER, § 71 RN 7 m.w.N.

¹⁸⁰¹ HÜFFER, § 71 RN 7 m.w.N.

¹⁸⁰² Maßgeblich ist also nicht die subjektive Zielsetzung des Vorstands, vgl. HÜFFER, § 71 RN 8 m.w.N.

¹⁸⁰³ HÜFFER, § 71 RN 7; a.A. HEFERMEHL/BUNGEROTH in Geßler/Hefermehl § 71 RN 48.

¹⁸⁰⁴ Die Mindestanforderung entspricht der h.M.; vgl. HÜFFER, § 71 RN 8.

¹⁸⁰⁵ Siehe etwa MICHALSKI, AG 1997, 152, 154 f., sowie eingehend HERRMANN, S. 94 ff., je mit w.N.; generell ablehnend jedoch ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 132 ff., 134; siehe hierzu auch die Nachweise bei HÜFFER, § 71 RN 9.

¹⁸⁰⁶ HÜFFER, § 71 RN 9 m.w.N.

¹⁸⁰⁷ Vgl. nur HERRMANN, S. 96.

¹⁸⁰⁸ Urteil vom 16.2.1977, AG 1977, 230. Die rechtliche Relevanz der Rechtsprechung der Finanzgerichtsbarkeit ergibt sich aus den Fragen der steuerlichen Belastung der im Rückerwerb eigener Aktien liegenden verdeckten Gewinnausschüttung, OTTO in DB Beilage 12/1988, 1, 8; vgl. MICHALSKI, AG 1997, 152, 155; siehe hierzu bereits oben *sub A.III.2.b.cc.(7)/Folgen des rechtswidrigen Rückerwerbs*.

¹⁸⁰⁹ Die Änderung der Beteiligungsverhältnisse kann auch dann, wenn es sich um eine unerwünschte Beteiligung eines Konkurrenz- oder ausländischen Unternehmens handelt, nicht zu einem rechtlich erfaßbaren

wird in der Zulassung eines Rückerwerbs von Aktien zum Zwecke der Abwehr einer Überfremdung auch eine Überschreitung des Zuständigkeitsbereiches der Verwaltung gesehen.¹⁸¹⁰ Bezogen auf den Einzelfall des Rückerwerbs eigener Aktien wird dabei auch hier wiederum – entgegen der hier generell vertretenen These¹⁸¹¹ – einer Neutralitätspflicht des Vorstandes das Wort geredet.¹⁸¹² So weit muß man indes nicht gehen, um die Überfremdung als einen schweren Schaden i.S.d. § 71 I Nr. 1 AktG abzulehnen:

Schon der Begriff der „Überfremdung“ ist für die Identifizierung eines Schadens bei der Zielgesellschaft unbrauchbar: Wer ist fremd gegenüber wem, und warum? Fremd sein kann in diesem Kontext nur der potentielle neue (Mehrheits-)Aktionär. Aber gegenüber wem kann er fremd sein? Soll er etwa fremd sein gegenüber der Gesellschaft, insbesondere deren Management oder gar gegenüber dem dann abgelösten Mehrheitsaktionär oder den gegenwärtigen sonstigen Aktionären? Worin soll sich diese Fremdheit bzw. Andersartigkeit manifestieren? Letztlich geht es doch auch hier nur um die Beibehaltung der Beteiligungsstruktur. Dennoch muß hier nicht die Frage der Neutralitätspflicht des Vorstandes bemüht werden. Wenn man entsprechend der hier vertretenen These annimmt, daß der Vorstand das Recht hat, grundsätzlich die Beteiligungsstruktur zu beeinflussen, weil dies durchaus im Interesse der Gesellschaft, namentlich der Kontinuität der Unternehmenspolitik liegen kann, so läßt sich in einer drohenden Veränderung der Beteiligungsstruktur immer noch nicht ein schwerer, unmittelbar bevorstehender Schaden identifizieren.

Aber selbst wenn man der Kategorisierung in der Literatur folgt und die Überfremdung an der nationalen Landeszugehörigkeit oder der konkurrierenden Stellung im Markt festmacht, kommt man zu keinem anderen Ergebnis. Wirft man einen Blick auf die gegenwärtige (wirtschaftliche) Integrationstiefe der europäischen Bewegung und der weltweiten wirtschaftlichen Globalisierung, so befremdet schon der Gedanke, daß die Beteiligung von nicht inländischen Personen oder Unternehmen an der Zielgesellschaft unter dem Stichwort „Überfremdung“ einen Schaden für die Gesellschaft darstellen soll.¹⁸¹³ Aber auch die drohende Eindringung von Konkurrenzunternehmen in den Kreis der Aktionäre stellt keinen schweren Schaden i.S.d. § 71 I Nr. 1 AktG dar.¹⁸¹⁴ Die Verhinderung von Konzentrationen, welche für den Wettbewerb nachteilig sind, ist allein Sache des Gesetzgebers.¹⁸¹⁵ Dieser jedoch hat hierfür auch einschlägige Regelungen im Wettbewerbsrecht geschaffen.¹⁸¹⁶

Schaden für die gerade auf wechselnden Mitgliederbestand ausgerichtete Aktiengesellschaft führen, OTTO, DB Beilage Nr. 12/1988, 1, 8.

¹⁸¹⁰ HERRMANN, S. 97 m.w.N.; vgl. hierzu auch die grundsätzlich kritische Haltung von ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 134.

¹⁸¹¹ Siehe *sub* § 3.

¹⁸¹² Siehe beispielhaft MICHALSKI, AG 1997, 152, 155; HERRMANN, S. 95 m.w.N.

¹⁸¹³ Vgl. hierzu bereits die entsprechenden Erwägungen im Rahmen einer zulässigen Vinkulierungsklausel und des Ausschlusses des Bezugsrechts im Rahmen von Kapitalerhöhungsmaßnahmen. – In diesem Sinne auch RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 703, unter Hinweis darauf, daß andernfalls die Verwaltung einen erheblichen Ermessensspielraum bei der Beurteilung der Zusammensetzung des Aktionärskreises erhielte und zudem die Fungibilität der Aktie gefährdet werden würde.

¹⁸¹⁴ Diese Frage wurde vom BFH in seinem Urteil v. 16.2.1977 (AG 1977, 230 f.) offengelassen.

¹⁸¹⁵ HERRMANN, S. 96.

¹⁸¹⁶ Vgl. hierzu etwa die Regelungen der Zusammenschlußkontrolle im GWB.

Und schließlich kann der Erwerb keinesfalls die einzige Lösungsmöglichkeit für die Abwehr des drohenden Schadens ohne vernünftige Alternativen darstellen.

(2) Drohende Liquidation der Gesellschaft oder Schädigungsabsicht eines Übernehmers

In Fällen, in denen die Übernahme nur noch als Schädigungsmittel dient, wird lediglich für erforderlich gehalten, daß der Vorstand der Zielgesellschaft Tatsachen beweisen kann, die eine ernsthafte Besorgnis der Schädigungsabsicht aus objektiver Sichtweise belegen.¹⁸¹⁷ Dabei wird als Schaden insbesondere die finale Beeinträchtigung des Ansehens oder der Marktstellung der Zielgesellschaft angesehen. Grundsätzlich muß jedoch selbst die Beteiligung eines Konkurrenten nicht automatisch zu einem Schaden bei der Zielgesellschaft führen.¹⁸¹⁸ Ist jedoch durch die Beteiligung eines bestimmten Bieters eine Beeinträchtigung der Marktstellung des Unternehmens zu besorgen, so ist immerhin eine Beeinträchtigung der Eigentums- oder Vermögenssituation der Zielgesellschaft indiziert.¹⁸¹⁹

Ob die drohende Liquidation der Gesellschaft zum Rückerwerb eigener Aktien gemäß § 71 I Nr. 1 AktG berechtigt, ist ebenso äußerst umstritten.¹⁸²⁰ Unter Berufung auf die Linotype-Entscheidung des BGH,¹⁸²¹ wonach ein entsprechender, wirksamer¹⁸²² Hauptversammlungsbeschluß zur Liquidation der Gesellschaft seine Rechtfertigung in sich trägt und daher nicht justitiabel ist, wird jedoch von der wohl überwiegenden Meinung in der Literatur¹⁸²³ darauf verwiesen, daß die Auflösung der Gesellschaft allein in der Desinvestitionsbefugnis der (jeweiligen) Aktionärsmehrheit liege.¹⁸²⁴

Entscheidend wird auch hier sein, daß der Erwerb keinesfalls die einzige Lösungsmöglichkeit für die Abwehr des drohenden Schadens ohne vernünftige Alternativen i.S.d. Erforderlichkeit darstellt. Demnach liefert auch die Absicht eines Übernehmers, die Zielgesellschaft aufzulö-

¹⁸¹⁷ Daß ein Übernehmer tatsächlich entsprechende Absichten hat, kann im allgemeinen nicht bewiesen werden, HÜFFER, § 71 RN 9.

¹⁸¹⁸ Siehe hierzu soeben *sub (1)*.

¹⁸¹⁹ Vgl. GAMERDINGER/SAUPE, AG 1976, 29, 34.

¹⁸²⁰ Befürworter sind etwa EBENROTH/RAPP, DZWIR 1991, 2, 4; HEFERMEHL/BUNGEROTH in Geßler/Hefermehl, § 186 RN 136.

¹⁸²¹ BGHZ 103, 184, 192.

¹⁸²² D.h. von der erforderlichen Mehrheit getragen.

¹⁸²³ Siehe die Nachweise bei HERRMANN, S. 98; MICHALSKI, AG 1997, 152, 155; OTTO in DB Beilage 12/1988, 1, 8; RÜMKER in FS Heinsius, S. 683, 692.

¹⁸²⁴ Eine entsprechende Entscheidung der Aktionärsmehrheit müsse die Verwaltung und die Minderheitsaktionäre tragen, HERRMANN, S. 97 mit Hinweis auf BGH, WM 1988, 593 und BGH ZIP 1991, 657, 660. Weiter ist etwa nach MICHALSKI (AG 1997, 152, 155) zu berücksichtigen, daß die Entscheidung über das Fortbestehen der Gesellschaft nach erfolgreicher Übernahme nicht mehr in den Händen eines „Fremden“, sondern in denen des neuen Mehrheitseigentümers liegt. Dieser dürfe jedoch „seine“ AG unter bestimmten Voraussetzungen liquidieren. Letztlich lasse sich weder ein Bestandsschutz als solcher noch eine von den Mehrheitsverhältnissen in der Hauptversammlung (§ 262 I Nr. 2 AktG) abweichende „Liquidationskompetenz“ konstatieren. Einer etwaigen Vernichtungsabsicht stehen letztlich nur die legitimen Interessen der Minderheit, der Arbeitnehmer und der Gläubiger entgegen. Letztgenannte Interessen finden aber hinlänglich Schutz im Minderheitenschutz des AktG (BGHZ 103, 184 – Linotype), der konzernrechtlichen Haftungsverfassung (BGHZ 122, 123 – TBB) oder der arbeitsrechtlichen Mitbestimmung (§§ 6 ff. MitbestG, §§ 3 ff. Montan-MitbestG, § 76 BetrVG 1952), oder auch in § 826 BGB wegen etwaiger Schadensersatzansprüche wegen vorsätzlicher, sittenwidriger Schädigung.

sen, wodurch ein unmittelbar bevorstehender schwerer Schaden der Zielgesellschaft gemäß § 71 I Nr. 1 AktG begründet wäre, keine Rechtfertigung zum Erwerb eigener Aktien.

(3) Ergebnis und Gesamtbewertung

Abgesehen von Beeinträchtigungen bei einzelnen Aktionären kann nach h.M.¹⁸²⁵ zurecht eine drohende Übernahme bzw. unerwünschte Beteiligung keinen Schaden i.S. des § 71 I Nr. 1 AktG bei der Gesellschaft selbst darstellen.¹⁸²⁶

Für die vorliegende Untersuchung von Möglichkeiten der Abwehr feindlicher Übernahmeveruche hat dieses Ergebnis vor dem Hintergrund der anderen Rückerwerbstatbestände des § 71 I AktG kaum Auswirkungen. Mit der Erwerbsmöglichkeit eigener Aktien zum Zwecke der Ausgabe von Belegschaftsaktien (§ 71 I Nr. 2 AktG) kann die Gesellschaft problemlos entsprechende Mitarbeiteraktien-Programme bedienen.

Besteht darüber hinaus ein Bedürfnis zum Rückerwerb eigener Aktien, so wurde hierfür mit dem KonTraG in § 71 I Nr. 8 AktG eine geeignete Möglichkeit mit entsprechender Ermächtigung der Hauptversammlung geschaffen. Auch ein Rückerwerb nach § 71 I Nr. 1 AktG unterliegt den volumenmäßigen Begrenzungen des § 71 II AktG. Zwar verlangt der Rückerwerbstatbestand des § 71 I Nr. 1 AktG keinen zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß. Jedoch wird der Vorteil autonomen Handelns seitens des Vorstandes weitgehend durch den Nachteil einer erheblichen Rechtsunsicherheit aufgrund der strengen positiven gesetzlichen Zweckvorgaben aufgehoben. Außerdem genießt ein Rückerwerb von Aktien, der von einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung getragen ist, eine deutlich breitere Akzeptanz bei den Investoren und dem Kapitalmarkt. Selbst wenn man Erwerbszwecke identifiziert, die geeignet sind, einen schweren Schaden i.S.d. § 71 I Nr. 1 AktG gegenüber der Gesellschaft darzustellen, so bestehen zudem enorme Darlegungs- und ggf. Beweisschwierigkeiten für den Vorstand der potentiellen Zielgesellschaft.

e) Zwangseinziehung von Aktien, § 237 AktG

Schließlich kann in den Fällen, in denen die Satzung diese Möglichkeit vorsieht, durch den Vorstand der Zielgesellschaft die Einziehung der bereits vom Bieter gehaltenen Aktien angeordnet werden.¹⁸²⁷ Der Vorstand hat bei der angeordneten Zwangseinziehung keinen eigenen Entscheidungsspielraum. Vielmehr sind zwingend im anordnenden Hauptversammlungsbe-

¹⁸²⁵ HERRMANN, S. 99 ff., 107 kommt nach eingehender Prüfung zum Ergebnis, daß drohende gesetzeswidrige Maßnahmen seitens des Übernehmers – soweit diese nicht durch andere Mittel abwendbar sind und einen schweren Schaden i.S.d. § 71 I Nr. 1 AktG verursachen – zum Erwerb eigener Aktien berechtigen können. Solche Fälle werden jedoch äußerst selten und darüber hinaus sehr schwer darzulegen und zu beweisen sein.

¹⁸²⁶ BFH, DB 1977, 1170; ASSMANN/BOZENHARDT in Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, S. 1, 133; KLEIN, NJW 1997, 2085, 2087; MICHALSKI, AG 1997, 152, 155; SCHANZ, NZG 2000, 337, 345.

¹⁸²⁷ Zu den Voraussetzungen im einzelnen siehe oben *sub A.III.1.b.cc*.

schluß alle Einzelheiten der Durchführung bereits festgelegt.¹⁸²⁸ Der Vorstand hat nur noch das Vorliegen der in der Satzung festgesetzten Voraussetzungen für die Einziehung festzustellen.¹⁸²⁹ Für die Abwehr unerwünschter Übernahmen wäre dies z.B. die Erreichung einer bestimmten Beteiligungshöhe. Sieht die Satzung eine solche Einziehungsklausel vor, so hat der Vorstand diejenigen Aktien des (unerwünschten) Aktionärs einzuziehen, mit denen dieser die in der Satzung festgeschriebene Beteiligungshöhe überschreitet.

Weil die Neutralitätspflicht des § 33 WpÜG den Handlungsspielraum des Vorstandes der Zielgesellschaft einschränken soll, liegt bei der Ausübung der *angeordneten* Zwangseinziehung von Aktien durch den Vorstand keine Verletzung der Neutralitätspflicht vor. Der Vorstand handelt dabei schließlich nicht aufgrund eigener Entscheidungsspielräume, sondern als bloßes (willenloses) Exekutivorgan.

f) Abschluß von Stimmbindungsverträgen¹⁸³⁰

Grundsätzlich ist der Abschluß von Stimmbindungsverträgen auch nach Vorliegen eines öffentlichen Übernahmeangebotes denkbar und wohl auch rechtlich zulässig. Vom Vorstand der Zielgesellschaft kann freilich nur ein Impuls in Form eines „Denkanstoßes“ an geeignete Gruppen von Minderheitsaktionären ergehen. Ob diese sich jedoch hierzu in dieser Phase anregen lassen, wenn sie dies nicht schon vorher – zum Zwecke der Absprache in sonstigen Angelegenheiten in der Hauptversammlung – getan haben, erscheint mindestens fraglich.

Jedenfalls läge auch hier mit einem entsprechenden Impuls durch den Vorstand keine Verletzung der Neutralitätspflicht vor. Eine eigenständige Handlung des Vorstandes der Zielgesellschaft i.S.d. § 33 WpÜG wird man damit noch nicht annehmen können, weil diesbezüglich keine Einflußmöglichkeiten des Vorstandes aufgrund seines Mandates gegeben sind.

3. Maßnahmen, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern

Es sind nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebotes keine für den Vorstand selbständig durchführbaren Maßnahmen ersichtlich, die am innersten Verteidigungsring ansetzen und geeignet sind, den unerwünschten Übernehmer an der Kontrollerlangung in den Organen Aufsichtsrat und Vorstand zu behindern, nachdem dieser bereits die Kontrolle über die Hauptversammlung erlangt hat.

¹⁸²⁸ HÜFFER, § 237 RN 10 m.w.N.

¹⁸²⁹ Vgl. HÜFFER, § 237 RN 10.

¹⁸³⁰ Siehe hierzu bereits eingehend *sub A.III.2.a.dd.*

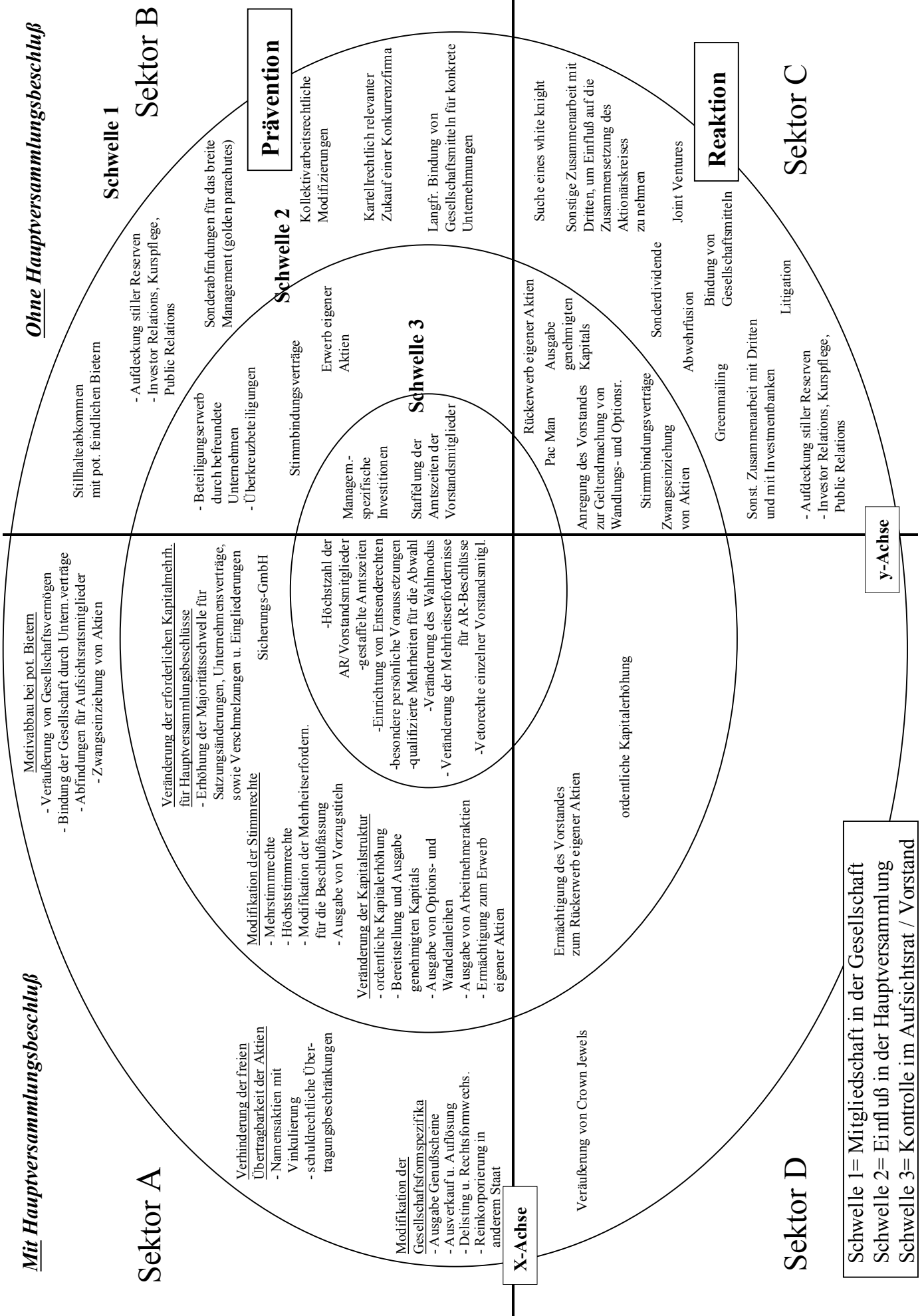
C. Ergebnis

Um beurteilen zu können, ob im Rahmen der Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeveruche für den Vorstand unkontrollierte Handlungsspielräume bleiben und damit die Gefahr der mißbräuchlichen Ausnutzung durch den Vorstand besteht, soll nun zusammenfassend festgehalten werden, in welchen Sektoren des Kreismodelles (siehe Abbildung 7) effektiv (rechtlich zulässige und praktisch durchführbare) Abwehrmaßnahmen liegen. Im Spannungsfeld der Kontrollübernahme im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebotes ist die Gefahr treubruchiger Handlungen des Vorstandes – zugunsten seiner originären Interessen und zu Lasten der treuhänderisch verwalteten Interessen der Gesellschaft – für diejenigen Maßnahmen größer, die in den Sektoren liegen, in denen der Vorstand selbständig (sowohl aus rechtlichen Gründen als auch aus faktischen Gründen), mithin ohne Zustimmung der Hauptversammlung handeln kann.

Durch die Einordnung in die einzelnen Sektoren sind insbesondere diejenigen Maßnahmen gekennzeichnet, die der Vorstand grundsätzlich mißbräuchlich einsetzen kann. Diese Maßnahmen sind gleichzeitig hinsichtlich der Intensität des Interessenkonfliktes mit den konzentrischen Kreisgrenzen eingeteilt: Alle Maßnahmen, die am äußersten Kreis ansetzen, betreffen nur mittelbar die originären Interessen des Vorstandes am Macht- bzw. Amtserhalt. Hingegen sind bei solchen, die am innersten Kreis ansetzen, die originären Interessen der Vorstandsmitglieder am stärksten betroffen (vgl. hierzu die Abbildungen 7 und 8).

Rechtmäßige Maßnahmen, die im inneren Kreis liegen, finden auf dem Kapitalmarkt regelmäßig keine Beachtung, sie betreffen die interne Organisationsstruktur der Aktiengesellschaft. Maßnahmen, die am äußeren Kreis liegen, werden vom einzelnen Anleger und dem gesamten Kapitalmarkt in aller Regel genau beobachtet. Dort ist die Fungibilität der Anteilsscheine und die Modalität der Mitgliedschaft, also das unmittelbare Interesse des einzelnen Aktionärs betroffen. Insbesondere die Möglichkeit der unbeschränkten Veräußerung und Handelbarkeit ist ein wesentlicher wertbildender Faktor für die Anleger. Am mittleren, dem zweiten Kreis, ist der Einfluß in der Hauptversammlung, also das in den Anteilsscheinen verkörperte Teilhaberecht betroffen. Dieses ist ebenso ein wertbildender Faktor, allerdings auch nicht in der gleichen Intensität wie die Modalitäten der Mitgliedschaft.

Damit wird deutlich, daß die Kapitalmarktsensibilität einerseits und die Unmittelbarkeit der Vorstandsinteressen, mithin der Mißbrauchsanzreiz des Vorstandes andererseits, gegenläufig sind. Dort, wo der Mißbrauchsanzreiz für den Vorstand ohnehin gering ist, wirkt einer mißbräuchlichen Ausnutzung der Handlungsmöglichkeiten des Vorstandes die Kontrolle des Kapitalmarktes unmittelbar entgegen. Damit kann als eine These festgehalten werden, daß am innersten Kreis (Kontrolle in den Leitungsorganen), sowohl die Interessenkollision als auch die Gefahr der mißbräuchlichen Auflösung dieses Konfliktes durch den Vorstand der Zielgesellschaft



Ohne Hauptversammlungsbeschluss

Mit Hauptversammlungsbeschluss

Schwelle 1

Sektor B

Sektor A

Sektor D

Sektor C

Prävention

Reaktion

y-Achse

X-Achse

Motivabbau bei pot. Bietern

- Veräußerung von Gesellschaftsvermögen
- Bindung der Gesellschaft durch Untern.verträge
- Abfindungen für Aufsichtsratsmitglieder
- Zwangseinziehung von Aktien

Veränderung der erforderlichen Kapitalmehrheit für Hauptversammlungsbeschlüsse

- Erhöhung der Majoritätsschwelle für Satzungsänderungen, Unternehmensverträge, sowie Verschmelzungen u. Eingliederungen

Sicherungs-GmbH

Modifikation der Stimmrechte

- Mehrstimmrechte
- Höchststimmrechte
- Modifikation der Mehrheitserfordernisse für die Beschlußfassung
- Ausgabe von Vorzugstiteln

Höchstzahl der AR/Vorstandsmitglieder

- gestaffelte Amtszeiten
- Einrichtung von Entsenderechten
- besondere persönliche Voraussetzungen
- qualifizierte Mehrheiten für die Abwahl
- Veränderung des Wahlmodus
- Veränderung der Mehrheitserfordernisse für AR-Beschlüsse
- Vetorechte einzelner Vorstandsmitgl.

Veränderung der Kapitalstruktur

- ordentliche Kapitalerhöhung
- Bereitstellung und Ausgabe genehmigten Kapitals
- Ausgabe von Options- und Wandelanleihen
- Ausgabe von Arbeitnehmeraktien
- Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien

Ermächtigung des Vorstandes zum Rückwerb eigener Aktien

ordentliche Kapitalerhöhung

Stilhalteabkommen mit pot. feindlichen Bietern

- Aufdeckung stiller Reserven
- Investor Relations, Kurspflege, Public Relations

- Beteiligungserwerb durch befreundete Unternehmen
- Überkreuzbeteiligungen

Stimmbindungsverträge

- Erwerb eigener Aktien

Managem.-spezifische Investitionen

Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder

Rückwerb eigener Aktien

- Pac Man
- Ausgabe genehmigten Kapitals

Anregung des Vorstandes zur Geltendmachung von Wandlungs- und Optionstr.

Stimmbindungsverträge

- Zwangseinziehung von Aktien

Greenmailing

- Abwehrfusion

Sonst. Zusammenarbeit mit Dritten und mit Investmentbanken

- Aufdeckung stiller Reserven
- Investor Relations, Kurspflege, Public Relations

Kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen

Kartellrechtlich relevanter Zukauf einer Konkurrenzfirma

Langfr. Bindung von GesellschaftsmiteIn für konkrete Unternehmungen

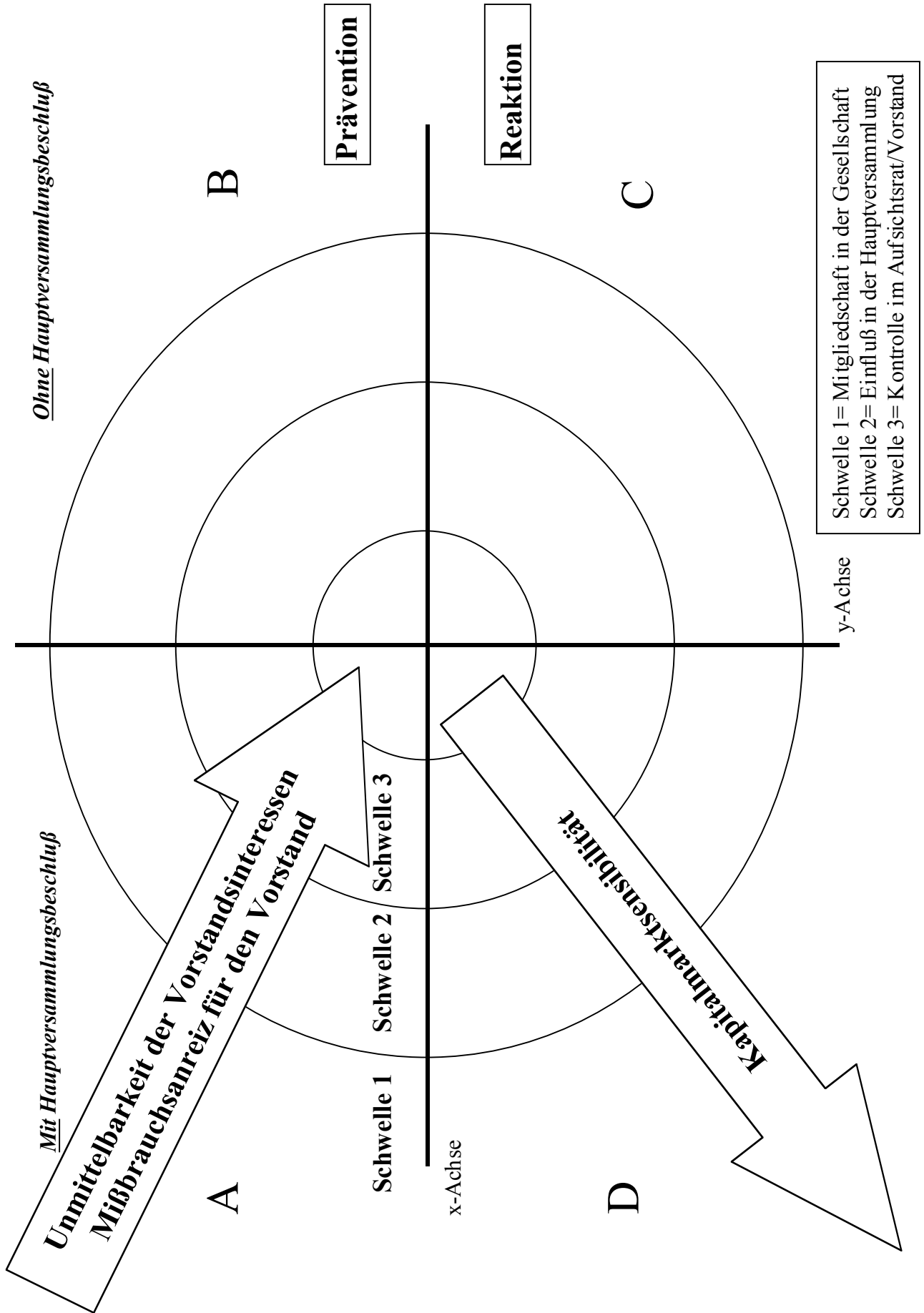
Suche eines white knight

Sonstige Zusammenarbeit mit Dritten, um Einfluß auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu nehmen

Joint Ventures

Bindung von GesellschaftsmiteIn

Litigation



am größten ist. Nach außen nimmt sowohl die Intensität des Interessenkonfliktes als auch die Gefahr des treuwidrigen Mißbrauches durch den Vorstand über die zweite Kreisschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung) bis zur ersten und äußeren Kreisschwelle (Einflußnahme auf die Anteilseignerstruktur) kontinuierlich ab (vgl. hierzu Abbildung 8 des Kreismodelles).

I. Die einzelnen Verteidigungsmaßnahmen und deren Anordnung in den Sektoren und an den Kreisgrenzen

1. Sektor A (Prävention / mit Hauptversammlungsbeschluß)

a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft)

Um unerwünschte Mitgliedschaften in der Aktiengesellschaft zu unterbinden, kann zum einen eine freie Übertragbarkeit einzelner Gesellschaftsanteile verhindert werden. Zum anderen kann ein Abbau der spezifischen Motive zum Erwerb der Gesellschaftsmehrheit erfolgen; und schließlich kann durch Modifizierungen der Gesellschaftsformspezifika ein unkontrollierter Erwerb von Gesellschaftsanteilen gänzlich unmöglich gemacht werden.

aa) Verhinderung einer freien Übertragbarkeit der Gesellschaftsanteile

Als Maßnahmen, die eine freie Übertragbarkeit der Gesellschaftsanteile verhindern, kommt die Einrichtung von vinkulierten Namensaktien sowie die Vereinbarung von schuldrechtlichen Übertragungsbeschränkungen in Betracht.

Namensaktien, die mit einem Blankoindossament versehen worden sind, bleiben börsenfähig und sammeldepotfähig. Fortschritte bei der Girosammelverwahrung und bei der EDV-Erfassung haben eine Fungibilität erreichen lassen, die mit der bei Inhaberaktien vergleichbar ist. Die Implementierung vinkulierter Namensaktien kann bereits in der Ursprungssatzung erfolgen. Bestehende Inhaberaktien können aber auch durch Satzungsänderung in Namensaktien umgewandelt werden, ohne daß es der Zustimmung der betroffenen Aktionäre bedarf. Die nachträgliche Vinkulierung setzt jedoch die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre voraus, wenn nicht bereits die Satzung eine Ermächtigung des Vorstandes zur nachträglichen Vinkulierung vorsieht. Für neue, junge Aktien kommt eine Vinkulierung auch ohne Zustimmung der Altaktionäre in Betracht, wenn deren Bezugsrecht rechtmäßig ausgeschlossen werden kann. Will die Hauptversammlung dem Vorstand nicht völlig freie Hand für das Ermessen der Zustimmungserteilung bzw. Verweigerung für die Übertragung geben, so kann die Satzung bestimmte Verweigerungsgründe oder Ausnahmen vom Zustimmungserfordernis vorsehen. Wenn die zulässigen Verweigerungsgründe zurückhaltend und sorgfältig formuliert und gegenüber dem Kapitalmarkt entsprechend kommuniziert werden, sind dort keine negativen Reaktionen zu befürchten. Rechtsschutzmöglichkeiten für Aktionäre sind mit Klagemög-

lichkeiten auf Zustimmungserteilung und Schadensersatz gegenüber der Aktiengesellschaft und gegenüber dem Vorstand ausreichend gegeben. Schließlich kann die Hauptversammlung gemäß § 68 II 3 AktG die Entscheidung über die Zustimmung zur Übertragung der Anteile auch in eigener Zuständigkeit belassen. Für die Abwehr feindlicher Übernahmen besonders geeignet ist es, für alle Übertragungen, die börslich abgewickelt werden, eine Ausnahme vom Zustimmungserfordernis vorzusehen. Nur außerbörsliche Paketerwerbe und nicht mit dem Vorstand der Zielgesellschaft abgestimmte Kontrollerwerbe über öffentliche Übernahmeangebote unterliegen dann der Zustimmung durch den Vorstand.

Schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen bieten dem Vorstand der Zielgesellschaft kein brauchbares Mittel zur Beeinflussung des Aktionärskreises. Faktisch kann der Vorstand nur einzelne Aktionäre zu Zugeständnissen gewinnen, insbesondere zu einer jederzeit reversiblen Zusage gegenüber der Gesellschaft oder unter mehreren Aktionären.

bb) Abbau der Motive zum Erwerb der Gesellschaftsanteile

Als Maßnahmen, die den Anreiz zum Erwerb der Gesellschaftsanteile mindern, kommen hier in Betracht: die Veräußerung von Gesellschaftsvermögen, Abfindungszahlungen an Mitglieder des Aufsichtsrates, Zwangseinziehung von Aktien, sowie die Bindung der Gesellschaft an freundliche Dritte durch Unternehmensverträge.

§ 179a AktG setzt für die Veräußerung des wesentlichen Unternehmensgegenstandes eine Satzungsänderung voraus (Hauptversammlungsbeschluß mit mindestens einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Kapitals). Sonstige Fälle, in denen zwar nicht der wesentliche Unternehmensgegenstand veräußert, aber dennoch die Attraktivität der Zielgesellschaft für feindliche Übernahmen geschmälert werden soll, bedürfen nach den Holz Müller-Grundsätzen des BGH gemäß § 119 II AktG einer Entscheidung der Hauptversammlung (mit einfacher Mehrheit). Zu bedenken ist, daß es sich beim Verkauf der Unternehmensbestandteile zum wahren Wert um einen reinen Aktivtausch handelt, wodurch sich die Barmittel der Gesellschaft erhöhen. Dies kann einzelnen Bietern sogar entgegenkommen.

Abfindungszahlungen zugunsten von Aufsichtsratsmitgliedern sind praktisch nicht durchführbar. Die Aktionäre müßten einer hierfür erforderlichen, stark erhöhten Abfindungsvereinbarung zugunsten der Aufsichtsratsmitglieder und zu Lasten der Gesellschaftsmittel zustimmen.

Die Zwangseinziehung von Aktien ist zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche tauglich. Zu diesem Zweck kommt lediglich die sogenannte durch die Satzung „angeordnete Zwangseinziehung“ in Frage. Diese setzt jedoch zwingend voraus, daß für die konkrete Einziehung durch den Vorstand dessen Ermessen – durch die satzungsgemäßen Vorgaben für die Durchführung – auf Null reduziert ist. Der Vorstand ist dann nur noch Exekutivorgan, das die auslösenden Tatsachen festzustellen hat.

Die Bindung der Gesellschaft an freundliche Dritte durch Unternehmensverträge ist in Grenzen möglich, bedarf aber auch eines Hauptversammlungsbeschlusses mit einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Kapitals.

cc) Maßnahmen, die einen unkontrollierten Erwerb von Gesellschaftsanteilen gänzlich unmöglich machen

Mittels grundlegender Änderungen der Gesellschaftsformspezifika kann die Möglichkeit eines unkontrollierten Wechsels der Gesellschafter aufgehoben werden. In Frage kommen die alternative Ausgabe von Genußscheinen zur Eigenkapitalbeschaffung, der Ausverkauf und die Auflösung der Gesellschaft sowie ein Delisting und gegebenenfalls ein Rechtsformwechsel. Die Reinkorporierung in einem anderen Staat macht – je nach dort geltendem Recht – zwar nicht unbedingt den unkontrollierten Erwerb von Gesellschaftsanteilen unmöglich, entzieht die Zielgesellschaft jedoch der Anwendbarkeit deutschen Rechts und unterwirft diese einem idealerweise abwehrfreundlicherem Gesellschafts- und Übernahmerecht. Die Reinkorporierung setzt einen förmlichen Auflösungsbeschluß der Hauptversammlung voraus und kommt wohl nur in den seltensten Fällen in Betracht.

Die Ausgabe von Genußscheinen als alternative Eigenkapitalausstattung (statt Stammaktien und Vorzugsaktien) ist wohl zulässig, wird aber wegen der Umgehung der §§ 139 ff. AktG (Vorzugsaktien) in der Literatur kritisch gewürdigt. Darüber hinaus ist die Abwehrwirkung wegen des geringen realisierbaren Volumens und der geringen Kapitalsicherheit von Genußscheinen insgesamt vergleichsweise gering.

Der Ausverkauf und die Auflösung der Gesellschaft sind als Abwehrmaßnahmen völlig unbrauchbar.

Ein Widerruf des Listing (Delisting) durch die Zulassungsstelle setzt voraus, daß dieser nicht dem Anlegerschutz widerspricht. Dies ist regelmäßig nur dann der Fall, wenn ein Großaktionär allen anderen Aktionären ein angemessenes Kaufangebot unterbreitet. In solchen Fällen besteht jedoch von vornherein keine Gefahr eines feindlichen Übernahmeangebotes seitens *anderer* (unerwünschter) Aktionäre. Daher ist die Maßnahme für die Abwehr unerwünschter Übernahmeangebote unbrauchbar.

Ein Rechtsformwechsel insbesondere in eine KGaA ist grundsätzlich denkbar, erfordert jedoch auch eine $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des in der Hauptversammlung vertretenen Kapitals. Die Maßnahme ist nur geeignet für personalistisch strukturierte Aktiengesellschaften.

b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)

Um die Kontrollübernahme eines unerwünschten Aktionärs in der Hauptversammlung zu unterbinden, kommen Modifizierungen des Stimmrechtes, die Veränderung der Kapitalstruktur, die Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH sowie Modifizierungen der erforderlichen Kapitalmehrheiten in der Hauptversammlung in Betracht.

aa) Modifikationen des Stimmrechts

Ein brauchbares Abwehrinstrument ist die Anhebung der Mehrheitserfordernisse für die Beschlußfassung in der Hauptversammlung für *einzelne* Beschlußgegenstände. Hierzu ist eine Satzungsänderung erforderlich ($\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Kapitals).

Die Schaffung neuer Mehrstimmrechtsaktien ist gemäß § 12 II AktG unzulässig. Alte bestehen nur fort, wenn ein Fortgeltungsbeschluß der Hauptversammlung mit einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Kapitals spätestens bis zum 1.6.2003 ergangen ist und die Hauptversammlung nicht mit einfacher Mehrheit (vorher oder danach) deren Abschaffung beschlossen hat bzw. beschließt. Für den Aufhebungsbeschluß in der Hauptversammlung verleiht jede einzelne Aktie ein Antragsrecht. Wenn in der Gesellschaft eine Fortgeltung von Mehrstimmrechten erzielt werden konnte, steht damit, in Verbindung mit vinkulierten Namensaktien, ein durchaus wirksames Abwehrmittel zur Verfügung.

Die Einrichtung von Höchststimmrechten ist unzulässig für alle Aktiengesellschaften, die im amtlichen Handel oder geregelten Markt gehandelt werden (sog. börsennotierte Gesellschaften i.S.d. § 3 II AktG). Zulässig bleibt demnach die Einführung von Höchststimmrechten für alle Gesellschaften, die ausschließlich im Freiverkehr, Telefonhandel oder Internethandel gehandelt werden. Die Einführung bedarf einer Satzungsänderung ($\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Kapitals) und kann nicht auf Vorrat zugunsten einer späteren Ausübung durch den Vorstand erteilt werden. Insgesamt sind Stimmrechtsbeschränkungen für die Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche ohnehin wenig brauchbar. Es bestehen zu viele Umgehungsmöglichkeiten. Auch in der Praxis haben sich Stimmrechtsbeschränkungen nicht als effektives Abwehrmittel erwiesen.

Die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien stellt eine Alternative zur Kapitalbeschaffung durch Ausgabe stimmberechtigter Stammaktien dar. Vorzugsaktien können entweder in der Gründungssatzung oder nachträglich mittels einer Satzungsänderung implementiert werden. Nachträglich ist dies jedoch nur in Verbindung mit einer Kapitalerhöhung möglich.

bb) Veränderung der Kapitalstruktur

Eine Veränderung der Kapitalstruktur der potentiellen Zielgesellschaft läßt sich durch mehrere Maßnahmen erzielen, die alle grundsätzlich nebeneinander implementiert werden können. Im einzelnen ist dies die ordentliche Kapitalerhöhung gegen Einlagen, die Bereitstellung eines genehmigten Kapitals, die Ausgabe von Options- und Wandelanleihen, die Ausgabe von Mitarbeiteraktien sowie die Ermächtigung des Vorstandes zum Erwerb eigener Aktien.

Im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung gegen Einlagen kann durch eine Satzungsänderung das Grundkapital in unbegrenztem Umfang erhöht werden. Zum Zwecke der Verwässerung des Beteiligungsbesitzes unerwünschter Aktionäre ist ein Ausschluß des Bezugsrechtes erforderlich, der unter der Voraussetzung der sachlichen Rechtfertigung durch das Gesellschaftsinteresse steht. Nach der hier vertretenen These ist diese Voraussetzung jedoch für die Kapitalerhöhung zum Zwecke der Abwehr einer unerwünschten Beteiligung regelmäßig erfüllt. Erhöhte Rechtssicherheit bietet der sog. „vereinfachte Bezugsrechtsausschluß“, wobei jedoch das Grundkapital nicht mehr als um 10 % erhöht werden darf. In diesem Falle ist das ansonsten relativ hohe Anfechtungsrisiko für den satzungsändernden Hauptversammlungsbeschluß deutlich herabgesetzt.

Anders ist dies für den satzungsändernden Hauptversammlungsbeschluß zur Bereitstellung genehmigten Kapitals. Hier muß im Hauptversammlungsbeschluß die entscheidende Frage der Rechtfertigung des Ausschlusses des Bezugsrechtes noch nicht (abschließend) beantwortet werden. Vielmehr kann und sollte diese Frage sinnvollerweise in das Ermessen des Vorstandes zum Zeitpunkt der Ausgabe des genehmigten Kapitals gestellt werden. Der Hauptversammlungsbeschluß unterliegt daher einer relativ geringen Anfechtungsgefahr. Aus Vorstandssicht ist demgemäß das genehmigte Kapital ein ideales Instrument zur Limitierung des Einflusses unerwünschter Aktionäre in der Hauptversammlung und somit zur Abwehr feindlicher Übernahmen. Der Vorstand muß nur die Hauptversammlung überzeugen, ihm ein genehmigtes Kapital zur Verfügung zu stellen und die Frage des konkreten Ausschlusses des Bezugsrechtes in sein Ermessen zu legen.

Begleitend zu anderen Kapitalmaßnahmen, insbesondere zum genehmigten Kapital, eignet sich in etwas geringerem Umfang die Ausgabe von Options- und Wandelanleihen unter Ausschluß des Bezugsrechtes der (Alt-)Aktionäre. Zuständig für die Begebung der Anleihen ist zwar der Vorstand, jedoch bedarf diese Geschäftsführungsmaßnahme eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses mit einer gesetzlich vorgesehenen Mindestmehrheit von $\frac{3}{4}$ des bei Beschlußfassung vertretenen Kapitals. Besonderer Vorteil dieser Maßnahme ist, daß die loyalen Investoren *im Zeitpunkt des Erwerbs der Anleihe* vergleichsweise wenig Kapital aufbringen müssen.

Eine wirkungsvolle begleitende Maßnahme zu sonstigen Kapitalmaßnahmen ist die Ausgabe von Arbeitnehmeraktien. Die Maßnahme ist wegen der volumenmäßigen Begrenzung und der Tatsache, daß die Mitarbeiter als alleinige loyale Aktionärsgruppe zu wenig verlässlich sind, nur als sinnvolle Ergänzung zu verstehen. Die erforderlichen Aktien können dabei auf verschiedenen Wegen zur Verfügung gestellt werden. § 202 IV AktG erlaubt der Hauptversammlung die Ermächtigung des Vorstandes zur Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes, wobei der Ausschluß kraft Gesetzes, ohne besondere Rechtfertigungserfordernisse zulässig ist. Alternativ können die Aktien auch durch einen Rückerwerb eigener Aktien zugunsten der Ausgabe an Arbeitnehmer (§ 71 I Nr. 2 AktG) zur Verfügung gestellt werden. Schließlich kommt noch die Ausgabe von Optionen in Betracht, die mittels Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen oder Schaffung bedingten Kapitals durch die Hauptversammlung bedient werden können.

Der Rückerwerb eigener Aktien aufgrund Ermächtigung durch die Hauptversammlung (§ 71 I Nr. 8 AktG) ist insgesamt eine geeignete Verteidigungsmaßnahme. Die Maßnahme bietet eine hohe Rechtssicherheit, weil sie keinen besonderen sachlichen Rechtfertigungserfordernissen (insbesondere gesetzlichen Zweckvorgaben) unterliegt. Der ermächtigende Hauptversammlungsbeschluß ist rechtlich beinahe unangreifbar.

cc) Gründung einer Sicherungs-GmbH

Nach zutreffender Ansicht bedarf die Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH eines Hauptversammlungsbeschlusses gemäß den Holz Müller-Grundsätzen des BGH. Wenn sich geeignete Partnergesellschaften in ausreichender Anzahl zusammenfinden und die Hauptversammlung

einer solchen Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH in entsprechender Höhe zustimmt, kann die Maßnahme eine sehr gut geeignete Alternative zur Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche sein.

dd) Veränderung der erforderlichen Kapitalmehrheiten für Hauptversammlungsbeschlüsse

In Betracht kommt grundsätzlich die Erhöhung der Majoritätsschwellen in der Hauptversammlung. Dadurch wird es einem Übernehmer erschwert, ohne Mitwirkung anderer Aktionäre oder Aktionärsgruppen Strukturänderungen in der Gesellschaft vorzunehmen. Diesbezügliche Modifizierungen erfordern eine Satzungsänderung (Hauptversammlungsbeschluß mit einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Kapitals). Dabei ist eine Anhebung der Mehrheitsschwellen nur für einzelne ausgewählte Beschlußgegenstände zu bevorzugen, um die Manövrierfähigkeit der Gesellschaft nicht zu sehr zu belasten. Insbesondere für Verschmelzungen und Eingliederungen sollte die Satzung größere Kapitalmehrheiten und gegebenenfalls weitere Erfordernisse vorsehen. Vor allen Dingen sollte an die zusätzlich erforderliche, ausdrückliche Anhebung der Mehrheitsschwelle für die Zustimmung zu Unternehmensverträgen gedacht werden. Als weitere Erfordernisse kommen etwa die Festschreibung der Wiederholung der Beschlußfassung in einer neuen Hauptversammlung oder die Zustimmung bestimmter einzelner Aktionäre in Betracht. Für Fair-Price-Regelungen ist jedoch kein Raum.

c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)

Nachdem der unerwünschte Übernehmer mit der Kontrolle in der Hauptversammlung die zweite Verteidigungsschwelle überschritten hat, kann an der dritten und letzten Verteidigungsschwelle mit Strategien für die Besetzung des Aufsichtsrates und des Vorstandes eine reibungslose Machtübernahme in den Leitungsorganen verhindert werden. All diese Modifizierungen bedürfen eines satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses.

Sinnvoll ist eine Staffelung der Amtszeiten der Aufsichtsratsmitglieder, sowie die Einführung eines Verhältniswahlrechts für die Wahl in den Aufsichtsrat.¹⁸³¹ Einzelne Aufsichtsratssitze können vor dem Zugriff eines unerwünschten Übernehmers durch die Einräumung eines Entsenderechts für einzelne Aktionäre gesichert werden. Schließlich sollte für die Abwahl der Aufsichtsratsmitglieder mindestens die qualifizierte Mehrheit beibehalten und gleichzeitig eine Höchstzahl der Aufsichtsratsmandate festgelegt werden. Schließlich können für Aufsichtsratsmitglieder besondere persönliche Merkmale festgeschrieben werden. Im Vorstand kann die Zahl der Vorstandsmitglieder festgelegt und für einzelne Mitglieder des Vorstandes können Vetorechte eingeräumt werden.

¹⁸³¹ Zu beachten ist jedoch, daß die Einführung einer Verhältniswahl bei gleichzeitig gestaffelter Amtszeit und Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrates nur eingeschränkt wirkt, weil dann zur selben Zeit weniger Sitze zur Wahl anstehen. Zudem ist die Zulässigkeit eines Verhältniswahlrechts umstritten.

d) Zwischenergebnis: Sektor A

Um unerwünschte Mitgliedschaften in der Aktiengesellschaft zu verhindern (*Schwelle 1 des Kreismodelles*) kann durch die Einführung vinkulierter Namensaktien eine freie Übertragbarkeit der Gesellschaftsanteile verhindert werden. Des Weiteren kann ein Abbau der spezifischen Motive zum Erwerb der Gesellschaftsmehrheit erfolgen. Als Maßnahmen, die den Anreiz zum Erwerb der Gesellschaftsanteile mindern, kommen hier die Veräußerung von Gesellschaftsvermögen, Abfindungszahlungen an Mitglieder des Aufsichtsrates, Zwangseinziehung von Aktien sowie die Bindung der Gesellschaft an freundliche Dritte durch Unternehmensverträge in Betracht. Schließlich kann mittels grundlegender Änderungen der Gesellschaftsformspezifika ein unkontrollierter Erwerb von Gesellschaftsanteilen gänzlich unmöglich gemacht werden. In Frage kommen hierfür die alternative Ausgabe von Genußscheinen zur Eigenkapitalbeschaffung, der Ausverkauf und die Auflösung der Gesellschaft sowie ein Delisting und gegebenenfalls ein Rechtsformwechsel. Mittels Reinkorporierung in einem anderen Staat entzieht sich die Zielgesellschaft jedoch der Anwendbarkeit deutschen Rechts und unterwirft diese einem gegebenenfalls abwehrfreundlicheren oder übernahme-feindlicheren Gesellschafts- und Übernahmerecht. Die Reinkorporierung setzt jedoch einen förmlichen Auflösungsbeschluß der Hauptversammlung voraus und kommt nur in seltenen Ausnahmefällen in Frage.

Um die Kontrollübernahme eines unerwünschten Aktionärs in der Hauptversammlung zu unterbinden (*Schwelle 2 des Kreismodelles*), kommen Modifizierungen des Stimmrechtes, die Veränderung der Kapitalstruktur, die Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH sowie Modifizierungen der erforderlichen Kapitalmehrheiten in der Hauptversammlung in Betracht. Modifizierungen des Stimmrechtes können mittels einer Anhebung der Majoritätsschwellen, der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien sowie der Ausgabe von Vorzugsaktien erzielt werden. Veränderungen der Kapitalstruktur lassen sich im einzelnen durch die ordentliche Kapitalerhöhung gegen Einlagen, die Bereitstellung eines genehmigten Kapitals, die Ausgabe von Options- und Wandelanleihen, die Ausgabe von Mitarbeiteraktien sowie die Ermächtigung des Vorstandes zum Erwerb eigener Aktien erreichen bzw. vorbereiten.

Zuletzt kann an der *dritten und letzten Verteidigungsschwelle* mit Besetzungsstrategien für den Aufsichtsrat und den Vorstand eine reibungslose Machtübernahme in den Leitungsorganen verhindert werden. Sämtliche diesbezüglichen Modifizierungen bedürfen eines satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses.

2. Sektor B (Prävention / ohne Hauptversammlungsbeschluß)

a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft)

Im präventiven Bereich sind auch Maßnahmen möglich, die ohne erforderlichen Hauptversammlungsbeschluß implementiert werden können, um Einfluß auf die Anteilseignerstruktur zu nehmen.

Der Vorstand einer Zielgesellschaft kann durch eine kontinuierliche Kurspflege und mittels Investor Relations eine enge Bindung der Anleger an die Gesellschaft und einen hohen Aktienkurs und damit eine hohe Börsenkapitalisierung der Gesellschaft erzielen. Diese Maßnahmen sind für eine langfristige Verteidigungsstrategie von übergeordneter Bedeutung. Mittels langfristiger Investor Relations läßt sich nicht nur Kurspflege betreiben und eine Vorstandsloyalität für den Fall eines aktuellen Übernahmeangebotes erzeugen. Vielmehr dient die intensive Pflege der Investor Relations auch einer erhöhten Glaubwürdigkeit des Managements und erleichtert die Implementierung von präventiven Verteidigungsmaßnahmen, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen.

Eine frühzeitige und langfristige Bindung von Gesellschaftsmitteln kommt nur in Betracht, wenn solche konkreten Unternehmungen ohnehin unternehmerisch sinnvoll sind. Die Maßnahme bleibt daher nur einzelnen potentiellen Zielgesellschaften vorbehalten.

Der kartellrechtlich relevante Zukauf eines Konkurrenzunternehmens ist sehr zeitaufwendig und eignet sich nur für Gesellschaften, die aufgrund ihrer bisherigen Marktanteile bereits nahe an einer Marktbeherrschung sind. Zudem bestehen nach einer erfolgreichen Übernahme der Zielgesellschaft erhebliche Umgehungsmöglichkeiten durch den Übernehmer durch eine spätere Veräußerung der zugekauften Unternehmen. Schließlich kann die kartellrechtliche „Breitseite“ bei einer späteren Suche nach einem geeigneten White Knight hinderlich sein.

In einzelnen Fällen kann ein gegenseitiges Stillhalteabkommen mit potentiellen Angreifern sinnvoll sein. Abgesichert werden kann ein solches mittels der „Inaussichtstellung“ eines Gegenangebotes auf die Aktien des Vertragspartners, sowie mittels Vereinbarung von Vertragsstrafen.

Zuständig für die Festsetzung der Vorstandsbezüge ist der Aufsichtsrat: Die Höhe ausgesetzter Sonderabfindungen für den Übernahmefall soll einerseits den Übernehmer davon abschrecken, den Vorstand auszuwechseln und mit Personen seines Vertrauens neu zu besetzen. Andererseits darf jedoch die Höhe der Vorstandsbezüge und Abfindungen den Aufsichtsrat nicht in seiner Entschließungsfreiheit bei der Vorstandsbestellung, Wiederbestellung und dem Widerruf beeinträchtigen. Die Höhe der Bezüge muß in angemessenem Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Gesellschaft stehen.¹⁸³² Daher können rechtlich zulässige

¹⁸³² Der Aufsichtsrat haftet gegebenenfalls auf Schadensersatz, ebenso haften die betroffenen Vorstandsmitglieder und sind zusätzlich zur Rückzahlung der empfangenen Leistungen an die Gesellschaft verpflichtet.

Sonderabfindungen nicht in einer für den Übernehmer schmerzlichen Höhe zugunsten der Vorstandsmitglieder ausgesetzt werden. Besser geeignet ist die Maßnahme, wenn sie mit Sonderabfindungen zugunsten des weiteren Managements kombiniert wird. Dann können für die einzelnen Positionen angemessene Abfindungen ausgesetzt werden, die dennoch durch die Vielzahl der begünstigten Manager insgesamt eine für einen Übernehmer kritische Größenordnung erreichen können.

In ähnlicher Weise können schließlich kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen wirken, welche die gesamte Arbeitnehmerschaft im Falle eines unkontrollierten Kontrollwechsels begünstigen.

Schließlich sollte auch unter strategischen Gesichtspunkten eine frühzeitige Zusammenarbeit mit Depotbanken, Investmentbanken und sog. begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen erfolgen. Zunächst kann mit einschlägiger Mandatierung besonders geeigneter Investmentbanken und Beratungsunternehmen eine Blockierung eines Mandats für diese Banken seitens potentieller Angreifer erreicht werden. Die Beziehungen zu Depotbanken sollten kontinuierlich gepflegt werden zum Zwecke einer nachhaltig verwaltungskonformen Stimmabgabe und Unterbreitung entsprechender Abstimmungsvorschläge an deren Depotkunden. Eventuell kommt auch eine Kontaktaufnahme mit speziellen Fondsanbietern in Betracht, die auf eine Arbitrage im Falle eines Übernahmeangebotes spekulieren (um den späteren Rückfluß der von diesen erworbenen Aktien an freundliche Dritte zu beeinflussen).

b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)

Ohne zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß kann der Vorstand im präventiven Bereich nur wenige Maßnahmen implementieren, um die Kontrollübernahme des unerwünschten Aktionärs und Übernehmers in der Hauptversammlung zu verhindern (Schwelle 2 des Kreismodelles), nachdem dieser bereits ungehinderten Zugang zur Mitgliedschaft (Schwelle 1 des Kreismodelles) erlangt hat.

Die Möglichkeiten beschränken sich im Ergebnis auf den Erwerb eigener Aktien zum Zwecke der Ausgabe von Belegschaftsaktien sowie die Eingehung wechselseitiger Beteiligungen. Keine eigenständige Bedeutung in der Präventionsphase hat der Beteiligungserwerb durch ein befreundetes Unternehmen.

Erwerb und Wiederveräußerung eigener Aktien, um sie ehemaligen oder gegenwärtigen Arbeitnehmern der Gesellschaft anzubieten, kann selbständig durch den Vorstand und ohne weitere Voraussetzungen erfolgen. Entscheidend für die Zulässigkeit des Erwerbsvorganges ist, daß im Zeitpunkt der Erwerbsentscheidung eine entsprechende ernstliche Absicht des Vorstandes besteht.

Brauchbar für die Abwehr unerwünschten Einflusses in der Hauptversammlung sind nur einfach wechselseitige Beteiligungen sowie Ringbeteiligungen (mit inländischen oder ausländischen Gesellschaften), d.h. gegenseitige Beteiligungen bis zu 25 % der Gesellschaftsanteile (Sperrminorität). Allerdings wurde mit Einfügung des § 328 III AktG, wonach die Stimmab-

gabe der wechselseitig beteiligten Unternehmen bei der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder suspendiert ist, der Gefahr des Mißbrauchs vorgebeugt. Wechselseitige Beteiligungen erfordern zudem eine hohe finanzielle Flexibilität.

Der Abschluß von Stimmbindungsverträgen ist nur für Gesellschaften mit loyalem Blockbesitz praktikabel. Der Vorstand kann ohnehin nur entsprechende Anregungen geben und keinerlei Einfluß aufgrund seiner Position ausüben.

c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)

Für den Fall, daß der unerwünschte Übernehmer bereits die Kontrolle in der Hauptversammlung (Schwelle 2 des Kreismodelles) erlangt hat, kann der Vorstand, ohne Beteiligung der Hauptversammlung, kaum geeignete Maßnahmen implementieren, um die Kontrollerlangung in den Leitungsorganen zu verhindern.

In einzelnen Fällen kann der Vorstand Geschäftsbeziehungen eingehen, auf deren Fortbestehen er persönlichen Einfluß hat.

Wenn sich eine entsprechende Meinung im Aufsichtsrat bilden läßt und Einvernehmen mit den betroffenen Vorstandsmitgliedern hergestellt werden kann, kommt auch die Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder in Betracht.

d) Zwischenergebnis: Sektor B

Auch im präventiven Bereich sind Maßnahmen möglich, die ohne erforderlichen Hauptversammlungsbeschluß implementiert werden können, um Einfluß auf die Anteilseignerstruktur zu nehmen (*Schwelle 1*). Dies sind im einzelnen: Investor Relations-Arbeit, insbesondere eine kontinuierliche Kurspflege und Stimulierung der Börsenkapitalisierung. In seltenen Fällen kommt auch die langfristige Bindung von Gesellschaftsmitteln in Betracht. Geeignete Maßnahmen sind weiterhin gegenseitige Stillhalteabkommen mit potentiellen Angreifern und die Aussetzung von Sonderabfindungen für das breite Management im Übernahmefalle, sowie kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen.

Ohne einen Hauptversammlungsbeschluß lassen sich im präventiven Bereich nur wenige Maßnahmen implementieren, um die Kontrollübernahme des unerwünschten Aktionärs und Übernehmers in der Hauptversammlung zu verhindern (*Schwelle 2*). Die Möglichkeiten beschränken sich im Ergebnis auf den Erwerb eigener Aktien zum Zwecke der Ausgabe von Belegschaftsaktien sowie die Eingehung wechselseitiger Beteiligungen. Keine eigenständige Bedeutung in der Präventionsphase hat der Beteiligungserwerb durch ein befreundetes Unternehmen.

Nach Überwinden der zweiten Abwehrschwelle und Erlangung der Kontrolle in der Hauptversammlung bieten sich dem Vorstand kaum Abwehrmaßnahmen an der *dritten Schwelle*. Er kann lediglich versuchen, frühzeitig eine faktische Bindung der Gesellschaft an seine Person zu erreichen, indem er über persönliche Beziehungen Absatzkanäle aufbaut. Unter Mitwir-

kung der betreffenden Vorstandsmitglieder kommt auch eine Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder in Frage.

3. Sektor D (Reaktion / mit Hauptversammlungsbeschluß)

Im reaktiven Bereich fallen zwar alle Maßnahmen, die objektiv geeignet sind, eine Übernahme zu vereiteln, unter das grundsätzliche Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG. Jedoch sind hiervon sämtliche Abwehrmaßnahmen ausgenommen, die aufgrund eines *aktuellen* Zustimmungsbeschlusses der Hauptversammlung ergehen. Die im Sektor D liegenden Maßnahmen bedürfen bereits nach Gesellschaftsrecht eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses. Sie sind daher nach § 33 WpÜG ohne weiteres zulässig, wenn sich die gesellschaftsrechtliche Ermächtigung (auch) auf die Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche erstreckt (Zweckvorgabe). Ist dies nicht der Fall, so kann der Vorstand der Zielgesellschaft diesen Mangel durch Einholung der Zustimmung des Aufsichtsrates heilen.

a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft)

Im reaktiven Bereich kommt für den Vorstand als Abwehrmaßnahme, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf und Einfluß auf die Anteilseignerstruktur nimmt, nur die Veräußerung sog. Crown Jewels in Betracht. Die Maßnahme eignet sich jedoch nur, wenn der Bieter ein besonderes Interesse an einem bestimmten Unternehmens- oder Vermögensteil der Zielgesellschaft hat. Solche Veräußerungen erfordern jedenfalls dann eine Zustimmung der Hauptversammlung, wenn es sich um wesentliche Bestandteile der Zielgesellschaft handelt.

b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)

Um eine Kontrollerlangung unerwünschter Aktionäre in der Hauptversammlung zu unterbinden, kommen in der reaktiven Phase als Maßnahmen, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, nur Kapitalmaßnahmen in Betracht.

Mittels eines Ruckerwerbs eigener Aktien aufgrund Hauptversammlungsbeschlusses können dem Markt, die für einen Übernehmer besonders leicht zu erlangenden Streubesitzaktien entzogen werden. Durch anschließende Zuteilung an befreundete Dritte kann zudem die Beteiligungsstruktur zu Lasten des unerwünschten Bieters verändert werden. Falls eine Ermächtigung des Vorstandes zum Ruckerwerb eigener Aktien nicht bereits in der präventiven Phase ergangen ist, kann diese grundsätzlich auch noch nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebotes erfolgen. In diesem Falle wird sinnvollerweise die Ermächtigung und die Ausübung des Ruckerwerbs durch den Vorstand in unmittelbarem zeitlichem Zusammenhang erfolgen.

Eine Zuweisung von Aktien an befreundete Dritte und damit eine Veränderung der Beteiligungsstruktur zu Lasten des unerwünschten Bieters, kann auch durch eine Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß erreicht werden. In Fällen, in denen die Zielgesellschaft ihren

Vorstand nicht bereits in der präventiven Phase mit einem genehmigten Kapital ausgestattet hat, kommt gegebenenfalls eine ordentliche Kapitalerhöhung in Betracht.

c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)

Für den Fall, daß der unerwünschte Bieter und Aktionär bereits die Kontrolle in der Hauptversammlung erlangt hat, kommen keine Maßnahmen mehr in Frage, die eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern können und eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen. Ohnehin sind in diesem Fall für den Vorstand gegen den unerwünschten Bieter keine Mehrheiten in der Hauptversammlung verfügbar.

d) Zwischenergebnis: Sektor D

Sämtliche Maßnahmen, die dem Sektor D des Kreismodelles zuzuordnen sind, unterliegen zwar dem Neutralitätsgebot nach § 33 WpÜG, sind aber dennoch ohne weiteres zulässig, wenn sie – wie für diese konkreten Maßnahmen nach Aktienrecht ohnehin erforderlich – von einem (aktuellen) zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß getragen sind, und dieser Beschluß seine Ermächtigung (auch) auf den Zweck der Abwehr gegen unerwünschte Übernahmeversuche erstreckt.

Als Maßnahme, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf, kommt in der reaktiven Phase, zur Einflußnahme auf die Anteilseignerstruktur (*Schwelle 1*) nur die Veräußerung von Crown Jewels in Betracht. Damit kann jedoch nur in einzelnen Fällen, in denen der Bieter ein spezielles Interesse an einzelnen Unternehmen oder Unternehmensbestandteilen der Zielgesellschaft hat, dessen Motiv zum Erwerb der mehrheitlichen Zielgesellschaftsanteile aufgehoben werden.

Um eine Kontrollerlangung unerwünschter Aktionäre in der Hauptversammlung zu unterbinden (*Schwelle 2*), kommen in der reaktiven Phase als Maßnahmen, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, nur Kapitalmaßnahmen, namentlich der Rückerwerb eigener Aktien aufgrund Ermächtigung des Vorstandes sowie die ordentliche Kapitalerhöhung in Betracht.

Hat der unerwünschte Bieter und Aktionär bereits die Kontrolle in der Hauptversammlung erlangt, sind an der *Verteidigungsschwelle 3* weder konkrete Maßnahmen ersichtlich, die eines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen und eine Kontrollausübung in den Leitungsorganen verhindern können, noch wären diese mangels verfügbarer Mehrheiten in der Hauptversammlung realisierbar.

4. Sektor C (Reaktion / ohne Hauptversammlungsbeschluß)

Grundsätzlich unterliegen die autonomen reaktiven Maßnahmen des Sektors C der Neutralitätspflicht des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG). Auch hier greifen aber Befreiungstatbestände für den Fall ein, daß die konkrete Maßnahme von einem zustimmenden

Beschluß der Hauptversammlung getragen ist. Weil im Sektor C typischerweise eine Ermächtigung durch die Hauptversammlung gerade *nicht* während des Laufes der Angebotsfrist, d.h. in der Reaktionsphase erteilt wird (sog. autonome reaktive Maßnahmen), muß diese Ermächtigung bereits in der Präventionsphase erfolgt sein. Nur darf diese nach § 33 II WpÜG nicht älter als 18 Monate sein und sie muß als erlaubten Zweck (auch) die Abwehr unerwünschter Übernahmeversuche einschließen. Betroffen sind von dem Erfordernis einer sog. Vorratsermächtigung nur die Ausgabe genehmigten Kapitals, der Rückerwerb eigener Aktien und die Abgabe eines Gegenangebotes an die Aktionäre der Bietergesellschaft. Alle anderen Maßnahmen sind ohnehin wirkungslos oder mangels erforderlicher Handlungsqualität i.S.d. § 33 WpÜG oder wegen einer Ausnahmeregelung gemäß § 33 I 2 WpÜG vom Neutralitätsgebot nicht betroffen. Dabei bedarf es aber in der Regel gar nicht eines Ausweichens auf den – selbständigen – Ausnahmetatbestand des § 33 I 2 Alt. 3 WpÜG (Zustimmung des Aufsichtsrates), obgleich der Vorstand der Zielgesellschaft in einer Übernahmeauseinandersetzung in aller Regel ohnehin das Einvernehmen des Aufsichtsrates suchen – und finden – wird.

a) Erste Verteidigungsschwelle (Mitgliedschaft in der Gesellschaft)

Um Einfluß auf die Anteilseignerstruktur zu nehmen, verfügt der Vorstand der Zielgesellschaft über zahlreiche Maßnahmen, die er autonom, d.h. ohne Hauptversammlungsbeschluß, auch noch in der reaktiven Phase ergreifen kann.

Um den Aktienkurs zu stimulieren und die Aktionäre von der Vorteilhaftigkeit eines künftigen Investments zu überzeugen, können neben der Aufdeckung stiller Reserven (bevorstehende) Joint Ventures sowie die Ausschüttung einer Sonderdividende (nach Veräußerung wenig bedeutsamer Unternehmensbereiche) angekündigt werden. Insgesamt sind Aktivitäten auf den Gebieten von Public, Investor und Labor Relations während des Laufes der Angebotsfrist von ganz zentraler Bedeutung. Solche Maßnahmen sind regelmäßig vom Neutralitätsgebot nicht erfaßt, sondern vielmehr Bestandteil umfassender Information und Stellungnahme (vgl. § 27 WpÜG).

Die Schaffung kartellrechtlicher und aufsichtsrechtlicher Probleme durch eine Abwehrfusion ist zur Abwehr unerwünschter Beteiligungen kaum brauchbar. Insbesondere wird es kaum gelingen, in der knappen Zeit während des Laufes der Angebotsfrist eine geeignete Partnergesellschaft zu gewinnen oder für eine Übernahme zu identifizieren. Mangels Wirksamkeit der Maßnahme ergeben sich keine praktischen Kollisionen mit der Neutralitätspflicht.

Auch noch nach Vorliegen eines Übernahmeangebotes kann für einzelne Gesellschaften die Bindung von Gesellschaftsmitteln (z.B. durch den Erwerb teurer Lizenzen oder Nutzungsrechte) für konkrete, bereits geplante Unternehmungen in Betracht kommen. Die Maßnahme entspricht der Fortführung einer bereits eingeschlagenen Unternehmensstrategie. Entsprechend würde auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter handeln, der nicht von einer konkreten Übernahme betroffen ist. Ein Verstoß gegen das Neutralitätsgebot liegt nicht vor, vgl. § 33 I 2 Alt. 1 WpÜG.

Gegenüber Dritten gebietet sich eine möglichst ausgedehnte und enge Zusammenarbeit insbesondere mit Investmentbanken sowie mit anderen Gesellschaften und willkommenen Investoren, um willkommene Marktkäufe zu forcieren. In der reaktiven Phase greift am schnellsten die Abgabe eines Gegenangebotes durch einen willkommenen Bieter (sog. White Knight). Dabei fallen innerhalb der Zielgesellschaft auch keine langwierigen Entscheidungsprozesse an und das Gegengebot verursacht bei der Zielgesellschaft auch keine rechtlichen Unwägbarkeiten, etwa durch Klagen seitens der Aktionäre. Besonders geeignet ist die Maßnahme in Kombination mit der Ausgabe von Aktien aus genehmigtem Kapital an den willkommenen Bieter unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Altaktionäre. Die Anwerbung eines White Knight ist in übernahmerechtlicher Hinsicht ausdrücklich gestattet. Mangels initiativer Handlung des Vorstands im übrigen liegt keine Verletzung der Neutralitätspflicht vor.¹⁸³³

Eine zivilrechtliche Klageerhebung gegen den Bieter (Litigation) schließlich verschafft dem Vorstand der Zielgesellschaft gegebenenfalls etwas Luft, um eine Abwehrstrategie aufzustellen. Zudem kann damit eine weitere Plattform zur Austragung des Meinungskampfes um das bessere Unternehmenskonzept gewonnen werden. Die Maßnahme verstößt nicht gegen das Neutralitätsgebot sondern muß als Geltendmachung der Rechtsschutzmöglichkeiten für die Gesellschaft grundsätzlich zulässig sein.

Greenmailing läßt sich nach deutschem Aktienrecht nicht als Abwehrmaßnahme instrumentalisieren.

b) Zweite Verteidigungsschwelle (Einfluß in der Hauptversammlung)

Auch an der zweiten Verteidigungsschwelle kann der Vorstand der Zielgesellschaft autonom, d.h. ohne zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß, Maßnahmen ergreifen, um eine Kontrollerlangung des unerwünschten Aktionärs in der Hauptversammlung zu verhindern. Dies sind vor allem Maßnahmen, die dem Vorstand durch einen ermächtigenden Hauptversammlungsbeschluß bereits in der Präventionsphase an die Hand gegeben wurden: Zwangseinziehung von Aktien aufgrund Anordnung, Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, Rückwerb eigener Aktien aufgrund Ermächtigung sowie die Anregung loyaler Inhaber von Anleihen zur Geltendmachung ihres Options- oder Wandlungsrechtes.

Je nach konkretem, ermächtigendem Hauptversammlungsbeschluß wurde für das genehmigte Kapital das Bezugsrecht der Altaktionäre bereits rechtmäßig durch die Hauptversammlung ausgeschlossen oder der Bezugsrechtsausschluß wurde in das Ermessen des Vorstandes gestellt. In letzterem Falle ist für den Ausschluß des Bezugsrechtes aber die Zustimmung des Aufsichtsrates erforderlich. Ohnehin verlangt § 33 II 4 WpÜG für die Ausgabe genehmigten Kapitals die Zustimmung des Aufsichtsrates. Jedoch dürfte eine Zustimmung des Aufsichtsrates nur selten Schwierigkeiten machen, weil in akuten Übernahmekämpfen in aller Regel ohnehin der Aufsichtsrat eng in die Verteidigungsstrategie eingebunden ist. Der Ausschluß des Bezugsrechtes ist materiell-rechtlich dann zulässig, wenn die beabsichtigte Maßnahme im

¹⁸³³ Zur Ausgabe von jungen Aktien aus genehmigtem Kapital siehe sogleich separat *sub b*.

Zeitpunkt der Ausführung durch den Vorstand im „wohlverstandenen Interesse“ der Gesellschaft liegt, was nach hier vertretener These zum Zwecke der Abwehr nicht konsentierter Übernahmen regelmäßig gegeben ist. In jedem Falle ist der Vorstand bei der Ausgabe des genehmigten Kapitals an eine etwaige Zweckbestimmung des ermächtigenden Hauptversammlungsbeschlusses gebunden. Sieht die Ermächtigung als erlaubten Zweck (auch) die Verteidigung gegen unerwünschte Übernahmeveruche vor, so hat das übernahmerechtliche Neutralitätsgebot für diese Maßnahme praktisch keine konstitutive Wirkung, weil die Maßnahme bereits nach Aktienrecht einen ermächtigenden Hauptversammlungsbeschluß zwingend erfordert. Wegen der 18-Monatsfrist des § 33 II WpÜG sollte die Ermächtigung lediglich auf der jährlichen Hauptversammlung erneuert werden.

Der Rükckerwerb eigener Aktien ist auch in der reaktiven Phase eine geeignete Verteidigungsmaßnahme. Ein autonomer Erwerb aufgrund eines unmittelbar bevorstehenden schweren Schadens für die Gesellschaft scheidet jedoch mangels Verursachung eines solchen, unmittelbar bevorstehenden schweren Schadens durch eine Kontrollübernahme aus. In Betracht kommt jedoch ein Erwerb bis zu 10 % des Grundkapitals aufgrund einer Ermächtigung durch die Hauptversammlung. Sieht der ermächtigende Hauptversammlungsbeschluß keine Zweckbestimmung vor, so liegt die Zweckbestimmung nach Aktienrecht im freien Ermessen des Vorstandes. Jedoch sollte die Ermächtigung aus übernahmerechtlichen Gründen als erlaubten Zweck die Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche einschließen. Die Ermächtigung darf bereits gemäß § 71 I Nr. 8 AktG im Zeitpunkt des Rükckerwerbs nicht älter als 18 Monate sein. Insoweit ist die entsprechende Regelung des § 33 II 2 WpÜG für den Rükckerwerb eigener Aktien nur deklaratorischer Natur. Auch für diese Maßnahme hat demnach das übernahmerechtliche Neutralitätsgebot – mit Ausnahme der notwendigen Bindung der Vorstandsentcheidung an die Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 33 II 4 WpÜG) – keine konstitutive Wirkung.

Eine durch Hauptversammlungsbeschluß angeordnete Zwangseinziehung von Aktien muß vom Vorstand der Zielgesellschaft bei Eintritt der die Zwangseinziehung anordnenden Tatbestände (etwa das Erreichen einer bestimmten Beteiligungsquote) ausgeführt werden. Dem Vorstand als zuständiges Organ kommt dabei keinerlei Entscheidungsspielraum mehr zu. Er ist insoweit bloßes Exekutivorgan. Demgemäß kollidiert die Zwangseinziehung durch den Vorstand auch in der reaktiven Phase nicht mit § 33 WpÜG. Danach soll nämlich ab dem Vorliegen eines Übernahmeangebotes nur der Handlungsspielraum des Vorstandes der Zielgesellschaft eingeschränkt werden. Ein solcher Handlungsspielraum besteht jedoch für den Vorstand im Falle der angeordneten Zwangseinziehung nicht. Der Vorstand exekutiert lediglich eine vorhergehende Entscheidung der Hauptversammlung. Mangels relevanter (autonomer) Handlungsqualität liegt kein Verstoß gegen das übernahmerechtliche Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG vor.

Wenn der Bieter in Gestalt einer inländischen Kapitalgesellschaft auftritt, kommt in der reaktiven Phase noch ein Gegenangebot auf die Anteile der Bietergesellschaft in Frage. Durch den rechtzeitigen Aufbau einer Beteiligung an der Bietergesellschaft wird die Entstehung einer wechselseitigen Beteiligung provoziert. Gelingt es der Zielgesellschaft zuerst, eine Beteili-

gung in Höhe von 25 % an der Bietergesellschaft aufzubauen und entsprechende Pflichtmitteilungen abzugeben, dann ist die Bietergesellschaft in der Ausübung aller Rechte aus ihren Anteilen an der Zielgesellschaft insoweit suspendiert, als deren Beteiligung über 25 % der Anteile an der Zielgesellschaft hinausgeht. Die Finanzierung der Maßnahme kann grundsätzlich nach einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß im Wege eines Aktientausches erfolgen (sog. Tauschangebot). Es ist umstritten, ob der Beteiligungserwerb einer Zustimmung der Hauptversammlung bedarf. Jedoch sind Ermächtigungsklauseln zum Erwerb von Unternehmensbeteiligungen in den Satzungen deutscher Aktiengesellschaften ohnehin weit verbreitet. Weil daher regelmäßig der Beteiligungserwerb von einer Hauptversammlungsermächtigung in der Präventionsphase gedeckt ist werden sich faktisch für die überwiegende Mehrzahl der Gesellschaften auch keine Verstöße gegen das übernahmerechtliche Neutralitätsgebot ergeben.¹⁸³⁴ Allerdings bedarf nach WpÜG die Entscheidung des Vorstandes der Zustimmung durch den Aufsichtsrat (§ 33 II 4 WpÜG).

Zuletzt kann der Vorstand der Zielgesellschaft in Form einer bloßen Anregung an etwaige loyale Aktionärsgruppen und die Inhaber von Options- und Wandelanleihen herantreten. Eine erfolgreiche Anregung zur Vereinbarung von Stimmbindungsverträgen zwischen loyalen Aktionärsgruppen wird in der Reaktionsphase aus Zeitgründen und vor dem Hintergrund der angespannten Übernahmesituation eher unwahrscheinlich sein. Hingegen werden die Inhaber von Anleihen zur Geltendmachung ihrer Rechte zum Bezug von Aktien aufgrund der regelmäßig nach einem Übernahmeangebot angestiegenen Aktienkurse bereit sein. Entsprechende Maßnahmen werden von dem übernahmerechtlichen Neutralitätsgebot – mangels relevanter Handlungsqualität beim Vorstand der Zielgesellschaft – nicht erfaßt.

c) Dritte Verteidigungsschwelle (Kontrolle im Aufsichtsrat und Vorstand)

An der dritten und letzten Verteidigungsschwelle sind für den Vorstand im reaktiven Bereich keine autonomen Abwehrmaßnahmen mehr verfügbar.

d) Zwischenergebnis: Sektor C

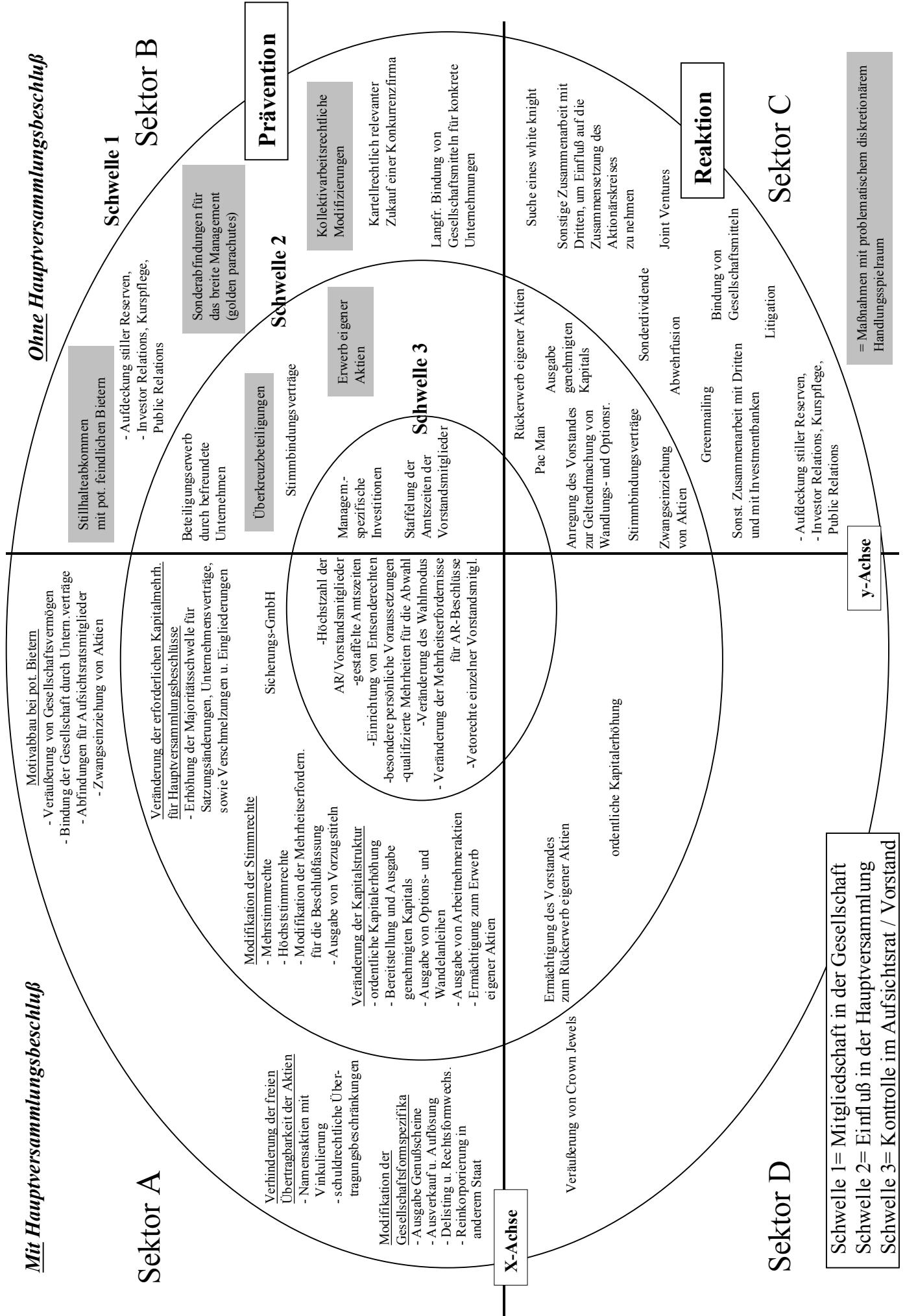
Um autonom, d.h. ohne Hauptversammlungsbeschluß, Einfluß auf die Anteilseignerstruktur zu nehmen (*Schwelle 1*), verfügt der Vorstand der Zielgesellschaft auch noch in der reaktiven Phase über zahlreiche geeignete Maßnahmen. Im einzelnen sind folgende Abwehrmaßnahmen brauchbar: Begleitende Wirkung kann die sog. Litigation sowie die Bindung von Gesellschaftsmitteln für konkrete Unternehmensideen entfalten. Von besonderer Bedeutung für eine erfolgreiche Verteidigungsstrategie ist jedoch die enge und ausgedehnte Zusammenarbeit mit Investmentbanken und willkommenen Gesellschaften sowie Investoren. Gleichermäßen wichtig sind Public, Investor und Labor Relations-Arbeit. Dabei kann es sinnvoll sein, stille Re-

¹⁸³⁴ Die Ermächtigung muß als erlaubten Zweck der Maßnahme die Abwehr unerwünschter Übernahmeversuche einschließen und sollte in der jährlichen Hauptversammlung erneuert werden, um den Anforderungen des § 33 II 2 WpÜG (18-monatige Höchstgeltungsdauer der Ermächtigung) zu entsprechen.

serven aufzudecken, sowie bevorstehende Joint Ventures und die Ausschüttung einer Sonderdividende anzukündigen. Schließlich ist die Anwerbung eines White Knight ein besonders schnell und effektiv wirkendes Mittel, um die Zusammensetzung des Aktionärskreises im Sinne des Vorstandes zu beeinflussen.

Auch an der *zweiten Verteidigungsschwelle* kann der Vorstand der Zielgesellschaft autonom, d.h. ohne zustimmenden Hauptversammlungsbeschluß, Maßnahmen ergreifen, um eine Kontrollerlangung des unerwünschten Aktionärs in der Hauptversammlung zu verhindern. Dies sind in erster Linie Maßnahmen, welche dem Vorstand bereits durch einen ermächtigenden Hauptversammlungsbeschluß in der Präventionsphase zur Verfügung gestellt wurden: Zwangseinziehung von Aktien aufgrund Anordnung, Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, Rückerwerb eigener Aktien aufgrund Ermächtigung und schließlich die Anregung loyaler Inhaber von ausgegeben Anleihen zur Geltendmachung ihres Options- oder Wandlungsrechtes.

An der *dritten* und letzten *Verteidigungsschwelle* sind für den Vorstand im reaktiven Bereich keine autonomen Abwehrmaßnahmen mehr verfügbar.



II. Wertungen anhand des Kreismodelles¹⁸³⁵

1. Maßnahmen, die eines (aktuellen) Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen (Sektoren A und D)

Die überwiegende Zahl der effizienten Handlungsmöglichkeiten des Vorstandes der Zielgesellschaft zur Abwehr unerwünschter Übernahmen besteht im präventiven Bereich und bedarf eines Hauptversammlungsbeschlusses (Sektor A des Kreismodelles). Diskretionäre Handlungsspielräume bestehen hier insofern keine, als die Hauptversammlung eine Satzungsänderung für die aktuelle und konkrete Maßnahme beschließen muß. Mit den Modifizierungen in der Satzung gibt sie also dem Vorstand bewußt entsprechende abwehrende Gestaltungsmöglichkeiten an die Hand. Die diesbezügliche Entscheidungshoheit der Hauptversammlung ist Ausdruck der Satzungsautonomie.

Maßnahmen, die eines aktuellen, zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen und im reaktiven Bereich zu implementieren sind (Sektor D), kommen praktisch nicht zum Tragen. Die Veräußerung von Crown Jewels kommt nur in solchen Fällen in Betracht, in denen der Bieter bekanntermaßen ausschließlich Interesse an einem bestimmten Unternehmensteil hat. Die Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien sowie eine ordentliche Kapitalerhöhung kommen nach Vorliegen eines Übernahmeangebotes nur dann in Betracht, wenn entsprechende Kapitalmaßnahmen nicht bereits im präventiven Bereich vorbereitet wurden (etwa weil die Hauptversammlung dem Vorstand nicht lange im vorhinein weitgehend freie Hand geben möchte). Diskretionäre Handlungsspielräume bestehen hier ebenso wie im Sektor A keine, weil auch hier die Hauptversammlung aktuell eine Satzungsänderung beschließt und dem Vorstand bewußt einen autonomen Handlungsspielraum zur Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche zur Verfügung stellt.

2. Maßnahmen, die der Vorstand autonom einsetzen kann (Sektoren B und C)

Für die Maßnahmen, die der Vorstand *ohne* einen aktuellen Zustimmungsbeschluß der Hauptversammlung treffen kann (Sektoren B und C), stellt sich grundsätzlich das Problem einer mißbräuchlichen Ausnutzung diskretionärer Handlungsspielräume durch den Vorstand einer Zielgesellschaft.

¹⁸³⁵ Siehe hierzu die Abbildungen 7 und 8 des Kreismodelles.

a) Einflußnahme auf die Mitgliedschaft in der Gesellschaft (Schwelle 1 des Kreismodelles)

Zur Beeinflussung des Aktionärskreises (Schwelle 1) lassen sich ohne Hauptversammlungsbeschluß durch den Vorstand gleichermaßen gewichtige Maßnahmen sowohl in der Prävention als auch reaktiv, d.h. nach Bekanntgabe eines Übernahmeangebotes treffen (Sektoren B und C). Sämtliche Maßnahmen, die ohne Hauptversammlungsbeschluß ergriffen werden können (Sektoren B und C) und auf die Mitgliedschaft in der Gesellschaft einwirken (Schwelle 1), setzen aber an der Motivation potentieller Bieter an, und steigern insbesondere den Wettbewerb um die Aktien der Gesellschaft.

Damit geht jedoch keine echte Abriegelung oder Sperrwirkung für unerwünschte Bieter einher. All diese Maßnahmen, die zwar eine abwehrende Wirkung haben, sind von ihrer Natur her nicht geeignet, eine Mitgliedschaft in der Gesellschaft zu *verhindern*. Die abwehrende Wirkung beruht hier vielmehr weitgehend darin, daß diese Maßnahmen entweder den Wert der Gesellschaft steigern und die Börsenkapitalisierung bzw. den Aktienkurs stimulieren (Aufdeckung stiller Reserven, IR, Kurspflege; Joint Ventures; Sonderdividende). Andere Maßnahmen stellen eine Wettbewerbssituation unter mehreren Bietern her, die ein auktionsgleiches Preistreiben bewirken (Suche eines White Knight; Zusammenarbeit mit Dritten) oder sorgen für ein ordnungsgemäßes und faires Verfahren (Litigation; Zusammenarbeit mit Investmentbanken). Kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen sind hinsichtlich Effektivität und etwaigen Nachteilen für die Gesellschaft noch nicht hinreichend erforscht.

Zu Lasten der Gesellschaft und der Aktionäre können einzig Stillhalteabkommen mit potentiellen feindlichen Bietern und Sonderabfindungen für das breite Management gehen. Insofern besteht hier die Gefahr der mißbräuchlichen Ausnutzung des diskretionären Handlungsspielraumes durch den Vorstand. Allerdings reagiert auf solche Maßnahmen, die am äußersten Verteidigungsring ansetzen, ohnehin in aller Regel der Kapitalmarkt sehr sensibel. Der Kapitalmarkt kann hier also als externe Kontrollinstanz des Vorstandes dienen.

b) Kontrolle des Einflusses in der Hauptversammlung (Schwelle 2 des Kreismodelles)

Am zweiten Verteidigungsring (Schwelle 2) kann der Einfluß einzelner Aktionäre in der Hauptversammlung kontrolliert werden. Hier liegen die insgesamt wirkungsvollsten Abwehrmaßnahmen, die ohne eine aktuelle Zustimmung der Hauptversammlung eingesetzt werden können und dennoch eine Sperrwirkung gegenüber unerwünschten Aktionären entfalten können.

Aus abwehrstrategischen Gründen werden vielfach die entscheidenden Maßnahmen erst im reaktiven Bereich zum Einsatz kommen (Sektoren C und D). In diesem Bereich wiederum sind die Maßnahmen im Sektor D im Hinblick auf diskretionäre Handlungsspielräume unpro-

blematisch und darüber hinaus auch abwehrstrategisch von untergeordneter Bedeutung.¹⁸³⁶ Im Sektor C liegen Maßnahmen, die der Vorstand autonom, d.h. ohne aktuelle Zustimmung der Hauptversammlung ergreifen kann. Dort beruhen aber die Maßnahmen mit Sperrwirkung – in aller Regel einschließlich der Abgabe eines Gegenangebotes (Pac Man) – allesamt auf einer *vorausgehenden* Ermächtigung durch die Hauptversammlung. Einzig die ohnehin nur in seltenen Fällen praktikierbaren Stimmbindungsverträge sind nicht von einer vorausgehenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung abhängig. Jedoch kann auch hier ein diskretionärer Handlungsspielraum für den Vorstand der Zielgesellschaft ausgeschlossen werden, weil hier der Vorstand lediglich unverbindliche Anregungen an verschiedene Aktionärsgruppen geben kann. Bei solchen Anregungen fehlt es schon an einer relevanten Handlungsqualität, der eine eigene (Ermessens-)Entscheidung des Vorstandes zugrunde liegt. Dasselbe gilt letztlich für die Geltendmachung von Wandlungs- und Optionsrechten seitens der Anleiheinhaber. Gleichwohl bedarf die (regelmäßig bereits in der Präventivphase erfolgte) Ausgabe solcher Wandel- oder Optionsanleihen eines satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses.

Ebenso ist für den Rückerwerb eigener Aktien in der reaktiven Phase ein entsprechend ermächtigender Hauptversammlungsbeschluß (entweder in der Prävention oder während des Laufes der Angebotsfrist) erforderlich.¹⁸³⁷ Auch für die Ausgabe genehmigten Kapitals bedarf es eines (typischerweise schon in der Präventionsphase erfolgenden) satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses. Die angeordnete Zwangseinziehung von Aktien schließlich erfolgt durch den Vorstand, ohne daß dieser einen eigenen Ermessensspielraum für das „Ob“ und „Wie“ hinsichtlich der Einziehung haben darf.

Damit verbleiben zwar diskretionäre Handlungsspielräume für den Vorstand der Zielgesellschaft. Jedoch hat diese die Hauptversammlung unter Ausübung ihrer Satzungsautonomie erst geschaffen und bewußt dem Vorstand zur Verfügung gestellt. Sämtliche reaktiven Maßnahmen in diesem Bereich erfordern eine ausdrückliche Ermächtigung durch die Hauptversammlung.

Problematisch sind jedoch Maßnahmen, die ohne Hauptversammlungsbeschluß im präventiven Bereich implementiert werden können und auch keiner vorherigen Ermächtigung in der Hauptversammlung bedürfen (Sektor B). Als durchführbare Maßnahmen mit relevantem Abwehreffekt haben sich hier Überkreuzbeteiligungen und der Erwerb eigener Aktien zur Ausgabe an die Belegschaft erwiesen. Beide Maßnahmen liegen am zweiten Verteidigungsring und finden als solche auf dem Kapitalmarkt keine überragende Beachtung, bleiben aber, weil sie Einfluß auf die Kontrollausübung in der Hauptversammlung ausüben, keineswegs völlig unbeachtet.

¹⁸³⁶ Siehe zum Sektor D *soeben sub 1.*

¹⁸³⁷ Der Erwerb eigener Aktien aufgrund § 71 I Nr. 2 AktG zur Ausgabe von Belegschaftsaktien scheidet in der reaktiven Phase zur Abwehr unerwünschten Einflusses in der Hauptversammlung aus, weil die Aktien bis zum Fristablauf nicht mehr in erheblichem Umfang an Mitarbeiter ausgegeben werden können. Eine Ausgabe an andere Anleger wäre jedoch unzulässig. Wenn die Aktien jedoch nicht rechtzeitig wieder ausgegeben werden können, kann lediglich ein eventueller Kursanstieg und damit eine Verteuerung der Übernahme, aber keine Verwässerung des feindlichen Beteiligungsbesitzes erzielt werden.

c) Einflußnahme auf die Kontrollmöglichkeiten im Aufsichtsrat und Vorstand (Schwelle 3 des Kreismodelles)

Am dritten Verteidigungsring (Schwelle 3) kann schließlich noch versucht werden, die Besetzung der Handlungsorgane (Vorstand und Aufsichtsrat) durch den unerwünschten Aktionär, der inzwischen bereits die Kontrolle in der Hauptversammlung übernommen hat, zu behindern. Eine Kontrollübernahme in den Handlungsorganen und somit die Übernahme der Leitungsmacht der Gesellschaft kann hier jedoch nicht mehr (endgültig) verhindert werden. Gleichwohl lassen sich erhebliche Behinderungen installieren, die eine Neubesetzung der Vorstands- und Aufsichtsratspositionen durch den Übernehmer belasten, erschweren und vor allen Dingen verzögern. Weil es sich dabei um langfristig vorzubereitende Änderungen in der Besetzungsstrategie der Aufsichtsrats- und Vorstandsämter handelt, kommen diese ausschließlich im präventiven Bereich (Sektoren A und B) in Frage.

Mit Ausnahme der selten anwendbaren „managementspezifischen Investitionen“ und der Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder (Sektor B), lassen sich alle Maßnahmen innerhalb des dritten Verteidigungsringes nur mittels eines satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses implementieren (Sektor A). Hinsichtlich der Maßnahmen am dritten und innersten Verteidigungsring, wo der Mißbrauchsanreiz für den Vorstand einer (potentiellen) Zielgesellschaft am größten ist, und zudem die Kapitalmarktsensibilität denkbar gering ist, stehen daher dem Vorstand praktisch keine diskretionären Handlungsspielräume zur Verfügung.

III. Grundsätzliches Bedürfnis einer übernahmerechtlichen Regelung und das Regelungsregime des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)

1. Diskretionäre Handlungsspielräume des Vorstandes der Zielgesellschaft

Diskretionäre Handlungsspielräume können für den Vorstand einer (potentiellen) Zielgesellschaft ausschließlich in den Bereichen bestehen, in denen geeignete Verteidigungsmaßnahmen des Vorstandes keines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen (Sektoren B und C).

Als problematisch haben sich unter diesem Gesichtspunkt nur Maßnahmen erwiesen, die im Sektor B (präventive Maßnahmen ohne Hauptversammlungsbeschluß) liegen (siehe hierzu Abbildung 9 des Kreismodelles). Hingegen sind die Maßnahmen mit relevanter abwehrender Wirkung im reaktiven Bereich (Sektor C) durchgängig unproblematisch. Die Maßnahmen innerhalb des Sektors C, die am äußersten Verteidigungsring (Schwelle 1) liegen, sind nicht

geeignet, einen Anteilerwerb zu *verhindern* und wirken weder zu Lasten der Gesellschaft noch der Aktionäre. Mangels Mißbrauchsmöglichkeiten des Vorstandes der Zielgesellschaft bedarf es keiner übernahmerechtlichen Regelung. Alle Maßnahmen am zweiten Verteidigungsring (Schwelle 2) werden vom Vorstand zwar innerhalb des nicht kontrollierten Handlungsspielraumes implementiert. Dieses Kontrollvakuum wurde jedoch dem Vorstand durch die Ermächtigung der Hauptversammlung bewußt zur Verfügung gestellt.¹⁸³⁸ Ein Regelungsbedürfnis zur Einschränkung der Handlungsfreiheit ist demnach nicht gegeben. Eine entsprechende Regelung greift ohne innere Rechtfertigung in die Satzungsautonomie der Hauptversammlung ein.¹⁸³⁹

Für Maßnahmen im Sektor B stellt sich dies anders dar. Als effektive Verteidigungsmaßnahmen haben sich am äußersten Verteidigungsring (Schwelle 1) der Abschluß von Stillhalteabkommen, die Vereinbarung von Sonderabfindungen für das breite Management sowie – insofern noch unerforscht – kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen für den nicht konsentierten Übernahmefall als problematisch erwiesen. An der Schwelle 2 stehen dem Vorstand Überkreuzbeteiligungen und der Erwerb eigener Aktien zugunsten der Ausgabe an Mitarbeiter zur Verfügung. Schließlich sind an der Schwelle 3 noch die eher selten realisierbaren managementspezifischen Investitionen sowie die Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder zu nennen. Für all diese Fälle besteht die grundsätzliche Gefahr des Mißbrauches der diskretionären Handlungsspielräume durch den Vorstand. Nur hier besteht ein Regelungsbedürfnis.

2. Kein Bedürfnis zur Anordnung eines generellen Neutralitätsgebotes für den Vorstand der Zielgesellschaft

Weil übernahmerechtliche Regelungen logischerweise immer an einem bestimmten Ereignis des Übernahmeverfahrens anknüpfen müssen und alle virulenten Maßnahmen im präventiven Bereich liegen, kommt eine *generelle* übernahmerechtliche Disziplinierung des Vorstandes der Zielgesellschaft nicht in Betracht.

Die Anzahl der Maßnahmen, für die hinsichtlich der Mißbrauchsmöglichkeiten seitens des Vorstandes ein Regelungsbedürfnis besteht, ist ohnehin überschaubar. Daher ist es vorzuzugwürdig, mit einzelnen regulatorischen Eingriffen auf gesellschaftsrechtlicher Ebene die Zulässigkeitsanforderungen der einzelnen Maßnahmen zu verändern und somit gezielt einer etwaigen mißbräuchlichen Ausnutzung der diskretionären Handlungsspielräume des Vorstandes zugunsten seiner originären und zulasten der treuhänderisch verwalteten Interessen der Gesellschaft vorzubeugen.

¹⁸³⁸ Eine Ausnahme bildet der Abschluß von horizontalen Stimmbindungsverträgen (zwischen Aktionären). Für diese Fälle jedoch fehlt es schon an einer „kontrollierbaren“ initiativen Handlungsmöglichkeit des Vorstandes, so daß auch hier ein regulatorischer Eingriff ins Leere ginge.

¹⁸³⁹ Hier kann zudem das rechtspolitische Argument vom „mündigen Aktionär“ aufgegriffen werden, mit dem die Verfechter einer Neutralitätspflicht dem Vorstand der Zielgesellschaft eine „Einmischung“ in die Entscheidung über die Annahme eines Übernahmeangebotes verbieten wollen.

Insbesondere eine Eindämmung der – auch unter anderen Gesichtspunkten – problematischen Überkreuzbeteiligungen ist zu empfehlen. Der Erwerb eigener Aktien zur Ausgabe an die Belegschaft könnte gestrichen werden. Der Erwerb aufgrund Ermächtigung durch die Hauptversammlung scheint für diese Zwecke in gleichem Maße geeignet und würde den diskretionären Handlungsspielraum hier auflösen. Stillhalteabkommen mit potentiellen feindlichen Bietern sind – ähnlich wie Stimmbindungsverträge – generell schwer zu reglementieren, weil sie weitgehend im rechtlich nicht kontrollierbaren Raum stattfinden. Die Vereinbarung von Sonderabfindungen für das Management für den Übernahmefall könnte generell untersagt werden, was freilich noch eingehend rechtspolitisch zu prüfen wäre. Schließlich kann die Vereinbarung solcher Sonderabfindungen durchaus generell positive Wirkungen für die Gesellschaft, etwa hinsichtlich der Vermeidung frühzeitiger Personalflucht aufgrund von Übernahmegegerüchten, haben. Gleiches gilt schließlich hinsichtlich kollektivarbeitsrechtlicher Modifizierungen für den Übernahmefall zugunsten der Arbeitnehmerseite.

Nach alledem hat sich auch nach eingehender Prüfung sämtlicher denkbarer Verteidigungsmaßnahmen gegenüber feindlichen Übernahmen, die These bestätigt, daß es abgesehen von etwaigen vereinzelt gesellschaftsrechtlichen Regelungen keines Neutralitätsgebotes für den Vorstand der Zielgesellschaft bedarf. Ein Regelungsbedürfnis besteht nicht.

3. Das Regelungsregime des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)

Entgegen dem vorliegenden Befund sieht das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz eine *grundsätzliche* Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft vor. Gleichzeitig sind jedoch eine Reihe von Befreiungstatbeständen hiervon vorgesehen. Die überwiegende Zahl der strategisch und gesellschaftsrechtlich möglichen Maßnahmen zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche wird von den Ausnahmetatbeständen erfaßt, so daß sich die Anordnung der Neutralitätspflicht praktisch kaum auswirkt. Die Regelungen gehen daher an den Bedürfnissen der zu regelnden Materie in mehrerlei Hinsicht weitgehend vorbei.

Vorbehaltlich einer grundsätzlichen, rechtspolitischen Vertretbarkeit einer Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft, gehen die Bemühungen zur Eindämmung der Gefahr der mißbräuchlichen Ausnutzung diskretionärer Handlungsspielräume ins Leere. Nach dem Gesetz soll das Neutralitätsgebot erst ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebotes durch den Bieter gelten. Wie sich gezeigt hat, besteht jedoch im Rahmen einer effektiven Verteidigungsstrategie gerade im reaktiven Bereich keine Gefahr der mißbräuchlichen Ausnutzung des Handlungsspielraumes des Vorstandes.

Als Handlungen, die aus der *ex ante*-Perspektive objektiv geeignet sind, den Erfolg eines Übernahmeangebotes zu vereiteln, nennt die Begründung zum Regierungsentwurf exemplarisch u.a. den Verkauf wesentlicher, für den Bieter besonders bedeutsamer Bestandteile des Gesellschaftsvermögens sowie die Schaffung kartellrechtlicher Probleme durch den Erwerb eines Konkurrenzunternehmens. Letztere Maßnahme hat sich jedoch für die Verteidigung

gegen feindliche Übernahmen als unbrauchbar erwiesen. Der Verkauf wesentlicher Unternehmensbestandteile (sogenannte Crown Jewels) wird während des Laufes der Annahmefrist eines Übernahmeangebotes – in der Kürze der Zeit – nur schwer an einen geeigneten Erwerber gelingen. Ohnehin kann dies nur in den seltenen Fällen für eine Abwehrstrategie wertvoll sein, in denen der Bieter – bekanntermaßen – ausschließlich Interesse an einem bestimmten Bestandteil der Zielgesellschaft hat.

Weiter nennt die Regierungsbegründung als Beispiele virulenter Verteidigungsmaßnahmen den Erwerb eigener Aktien und die Ausgabe eines nicht unerheblichen Anteiles an Aktien. Weil aber nach dem WpÜG alle Maßnahmen (ausnahmsweise) zulässig sein sollen, die entweder mit Zustimmung des Aufsichtsrates der Zielgesellschaft oder aufgrund einer vorherigen Ermächtigung durch die Hauptversammlung (im präventiven Bereich) ergehen, die nicht älter als 18 Monate sein darf, greift die Regelung auch in dieser Hinsicht faktisch ins Leere. Damit kann nämlich weder eine ordentliche Kapitalerhöhung während des Laufes der Angebotsfrist noch die Ausübung eines genehmigten Kapitals verhindert werden. Die entsprechenden Ermächtigungen für das genehmigte Kapital und den Erwerb eigener Aktien brauchen lediglich auf den jährlich stattfindenden ordentlichen Hauptversammlungen erneuert werden und müssen sich (auch) auf die etwaige Abwehr unerwünschter Übernahmeveruche erstrecken. Daß im Falle der präventiv ergangenen Ermächtigung für die Durchführung der Maßnahme zusätzlich die Zustimmung des Aufsichtsrates erforderlich ist, hat kaum faktische Auswirkungen. Die Ausgabe genehmigten Kapitals bedarf im Falle einer Ermächtigung auch zum Ausschluß des Bezugsrechtes ohnehin der Zustimmung des Aufsichtsrates. Auch für die übrigen Maßnahmen wird die Einholung der Zustimmung des Aufsichtsrates kaum praktische Probleme aufwerfen. Schließlich besteht aufgrund der engen faktischen Beziehungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat im Falle eines aktuellen Übernahmekampfes in aller Regel ohnehin eine enge Absprache.

Vor diesem Hintergrund erscheint der außerhalb einer etwaigen Zustimmung der Hauptversammlung bestehende (selbständige) Ausnahmetatbestand des § 33 I 2 Alt. 3 WpÜG (Zustimmung des Aufsichtsrates) beinahe wie eine Aushöhlung der grundsätzlichen, gesetzlich festgeschriebenen Neutralitätspflicht in § 33 I 1 WpÜG.

Ohne Berücksichtigung einer etwaigen Zustimmung der Hauptversammlung soll die Neutralitätspflicht außerdem nicht gelten für alle Maßnahmen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer einer Gesellschaft treffen würde, die nicht Ziel eines Übernahmeangebotes ist. Dabei ist aber die tatbestandliche Eingrenzung all der Maßnahmen problematisch, die eine konsequente Fortführung einer bereits im präventiven Bereich begonnenen oder gar nur geplanten Geschäftspolitik oder -strategie (z.B. die Bindung von Gesellschaftsmitteln für konkrete Unternehmungen in großem Umfang) darstellen.

§ 5 Zusammenfassende Thesen

A. Zu § 2 (Der Markt für Unternehmenskontrolle und feindliche Übernahmen)

- I. Feindliche Übernahmen lassen sich im wesentlichen im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebotes durchführen. Sie haben demgemäß typischerweise Publikums-gesellschaften zum Ziel.
- II. Bislang sind feindliche Übernahmen mit deutschen Zielgesellschaften selten gewesen. Als Ursachen hierfür galten im wesentlichen die deutsche Bankenstruktur, gesell-schaftsrechtliche und arbeitsrechtliche Bedingungen und die Struktur des deutschen Kapitalmarktes sowie das insoweit ablehnende öffentliche Stimmungsbild. Hinsicht-lich dieser Strukturen hat jedoch ein Wandel eingesetzt.
- III. Die Stigmatisierung des Begriffes „feindliche Übernahme“ löst sich weitgehend auf. Dies ist zum einen auf die „Abnutzung“ des Begriffes mit der monatelangen und breit angelegten öffentlichen Werbeschlacht um die Übernahme der Mannesmann AG zu-rückzuführen. Zum anderen aber spielt hierbei die zunehmende Vertrautheit der brei-ten Bevölkerung mit den Marktmechanismen und die eigene Beteiligung am Kapital-markt eine entscheidende Rolle. Ein feindliches Übernahmeangebot wird dann nicht mehr in erster Linie aus der Sicht eines nationalen Bürgers, sondern als eventuell di-rekt angesprochener Aktionär betrachtet.
- IV. Auch bei der Bankenstruktur und der Struktur des deutschen Kapitalmarktes, hat ein starker Wandel eingesetzt. In Deutschland haben sich in- und ausländische Invest-mentbanken etabliert, die sich keinen Vorbehalten und Interessenkonflikten bei der Beteiligung an feindlichen Übernahmeangeboten ausgesetzt sehen. Durch die Auflö-sung der Verflechtungen im industriellen und Banken- sowie Versicherungsbereich verliert der deutsche Kapitalmarkt seine starke eigentümerkontrollierte Prägung. Der Eigentumswechsel bleibt künftig nicht mehr reduziert auf den konsentierten Austausch ganzer Blockanteile.
- V. Die Rechtsform der Aktiengesellschaft hat ihre Baisse in Deutschland überwunden. Ende 2001 war mit knapp 13.600 Aktiengesellschaften der bisherige Höchststand aus

dem Jahre 1929 übertroffen worden. Die deutsche Unternehmenslandschaft besitzt mit etwa 500.000 GmbHs zudem erhebliches Entwicklungspotential.

- VI. Es wird unter den Aktiengesellschaften zu einer starken Zunahme an sogenannten Publikumsgesellschaften mit einer breiter Streuung der Anteile kommen. Die bisherigen starken Verflechtungen der deutschen Großunternehmen werden sich zusehends auflösen. Ursachen hierfür sind unter anderem die Steuerfreistellung der Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungsbesitz bei Kapitalgesellschaften und die Orientierung aller wesentlichen Aktienindizes am Streubesitzanteil der Aktiengesellschaft.
- VII. Auch auf Seiten der Anleger sind die Berührungängste mit der Aktie als Anlagemittel überwunden. Seit 1992 ist die Zahl der Aktionäre in Deutschland um etwa 25 % angestiegen. Eine weitere Zunahme resultiert aus weiteren Privatisierungen und einem zunehmendem Mittelzufluß in die private Altersvorsorge. Weitere Faktoren sind der Anstieg des privaten Geldvermögens und der Übergang erheblicher Geldmittel auf die dem Kapitalmarkt aufgeschlossene junge Erbgeneration sowie steuerliche Vergünstigungen für die Aktienanlage. Zwar haben in jüngerer Vergangenheit Kurseinbrüche an den Börsen zu erheblichen Wertverlusten bei den Anlegern geführt. Dennoch haben sich die (neuen) Anleger nicht in entsprechend erheblichem Maße von der Anlage in Aktien zurückgezogen, sondern blieben weitgehend in Aktien investiert.
- VIII. Als Adressaten für feindliche Übernahmeangebote stehen auf Seiten der Zielgesellschaft die Aktionäre. Hier spielen zum einen die privaten (Klein-)Aktionäre in Zukunft eine immer größere Rolle. Typischerweise lassen diese ihr Stimmrecht durch ihre Depotbanken ausüben, was den Banken erheblichen Einfluß in den Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften beschert. Zwar spielen die Depotbanken keine Rolle für den Erfolg eines feindlichen Übernahmeangebotes selbst, weil die Verkaufsentscheidung allein der einzelne Aktionär zu treffen hat. Jedoch ist für einen (feindlichen Erwerber) die Machtverteilung in der Hauptversammlung für die Kontrollausübung in der Aktiengesellschaft von zentraler Bedeutung und die Depotbanken verhalten sich traditionell verwaltungskonform. Aber der Einfluß der Depotbanken dürfte auch hierbei zurückgehen, wenn sich Ideen und technologische Erleichterungen für die direkte Stimmabgabe, wie etwa Online-Voting über das Internet, weiter verbreiten.
- IX. Die Zahl potentieller Bieter für (feindliche) Übernahmen wird durch die zunehmende Verbreitung der „innovativen Wissensbranchen“ weiter ansteigen. Diese Branchen haben niedrige Markteintrittsbarrieren und rufen daher anfänglich eine Vielzahl an Anbietern hervor, die später durch eine Konsolidierung des Marktes in wenigen Konkurrenzanbietern aufgehen. Zudem binden diese Bereiche ihre Kunden über (limitierte) Nutzerverträge, Marken- und Nutzerstandards, wodurch in diesen Branchen Wachstum nur über Zukäufe erfolgen kann.
- X. Die rechtlichen Hürden für feindliche Übernahmen sind in Deutschland entgegen verbreiteter Vorurteile eher niedrig. Dies betrifft vor allem das Gesellschaftsrecht und

das Kartellrecht. Aber auch das Mitbestimmungsrecht vermag feindliche Übernahmen keineswegs zu verhindern. Schließlich wurden auch mit Inkrafttreten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) feindliche Übernahmen nicht erschwert.

- XI. Durch die starke Wiederbelebung der Rechtsform Aktiengesellschaft und die Umstrukturierung des Kapitalmarktes sind auch in Deutschland mittelfristig irreversible Rechtstatsachen geschaffen worden. Insgesamt ist mit einer rasanten Zunahme an feindlichen Übernahmen mit deutschen Zielgesellschaften zu rechnen.

B. Zu § 3 (Zum Neutralitätsgebot für den Vorstand der Zielgesellschaft)

- I. Der Kern des Spannungsfeldes im Rahmen eines feindlichen Übernahmeangebotes wird gebildet durch den Vorstand der Zielgesellschaft, den Bieter und die Zielgesellschaftsaktionäre. Auf Ebene dieser Parteien sind sämtliche beteiligten, konfligierenden Interessen in Einklang zu bringen.
- II. Weil der Vorstand der Zielgesellschaft mit dem Unternehmens- bzw. Gesellschaftsinteresse die verschiedenen schutzbedürftigen Interessen der Zielgesellschaft (Stakeholderinteressen) gegenüber der Bieterseite zu wahren hat und gleichzeitig ein originäres Interesse zur Sicherung der eigenen Position hat, entsteht das Problem der Interessenkollision und eines etwaigen Machtmißbrauches beim Vorstand der Zielgesellschaft.
- III. Ein wesentlicher Beitrag zur Auflösung des Interessenkonfliktes *nach* Bekanntgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes liegt bereits in der Pflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft zur umfassenden, wahrheitsgetreuen und objektiven Information der Aktionäre und zur Abgabe einer eigenen Stellungnahme unter Offenlegung seiner leitenden Erwägungen. Eine solche Pflicht folgt bereits aus der aus § 76 I AktG abgeleiteten Verantwortlichkeit und Sorgfaltspflicht des Vorstandes.
- IV. Ein stabiles und gerechtes Kräfteverhältnis zwischen den verschiedenen Parteien kann aber nur mit einer generellen Regelung der Neutralitätsfrage gewährleistet werden. Die Frage muß dabei einheitlich sowohl für die Präventions- als auch Reaktionsphase beantwortet werden.
- V. Eine Neutralitätspflicht für den Vorstand bzw. ein Vereitelungsverbot ist mit der schützenswerten Unternehmensidee als Bestandteil des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses nicht vereinbar. Mit der Übernahme eines Unternehmens ist zwar nicht die rechtliche und wirtschaftliche Einheit per se gefährdet. Gefährdet ist jedoch der Bestand der konkreten Unternehmung mit der speziellen Unternehmensidee in der Gestalt, die diese durch die lang- und mittelfristige Planung des Vorstandes erfahren

hat. Diese Unternehmensidee ist Bestandteil des Gesellschafts- bzw. Unternehmensinteresses und daher vom Vorstand zu vertreten und zu bewahren.

- VI. Mit der Verfolgung der konkreten Unternehmensziele ist die Investitions- bzw. Desinvestitionsentscheidung der Aktionäre nicht betroffen.
- VII. Eine Neutralitätspflicht ist demgemäß auch mit § 76 I AktG unvereinbar. Danach ist die Leitungsmacht – einschließlich der Unternehmensplanung – der Gesellschaft ausschließlich und zwingend dem Vorstand zugewiesen.
- VIII. Die zwingende Zuweisung der Leitungsmacht und damit auch der Festlegung der Unternehmenspolitik und -planung an den Vorstand ist auch rechtspolitisch sinnvoll und notwendig. Für eine erfolgreiche Unternehmensführung ist eine lang- und mittelfristige Planung und die Entwicklung von Gesamtstrategien unabdingbar. Wäre die Unternehmenspolitik und -planung den Aktionären zugewiesen, wäre eine langfristige Planung aufgrund des ständig wechselnden Aktionärskreises (insbesondere in der Publikumsgesellschaft) immerzu dem Reversibilitätsrisiko ausgesetzt. Eine sinnvolle langfristige Unternehmenspolitik wäre dann nicht möglich.
- IX. Es ist auch eine Auswirkung des Kollektivhandlungsproblems, daß die Aktionäre nicht eine sinnvolle Unternehmensplanung betreiben können. Eine sinnvolle Unternehmenspolitik ist an die Kontinuität der Leitungsmacht gebunden. Eine solche ist beim Vorstand als auf bestimmte Zeit bestelltes Leitungsorgan nach dem Regime des Aktiengesetzes gewährleistet. Die Kontinuität ist jedoch durch den „unkoordinierten“ Wechsel der Kontrolle über die Aktiengesellschaft gefährdet.
- X. Die Geschäftspolitik der Gesellschaft darf nicht mittels öffentlicher Übernahmeangebote ungehindert nach außen auf die Ebene des Kapitalmarktes transportiert werden.
- XI. Feindliche Übernahmen sind per se weder gesellschaftsschädlich noch gesellschaftsfreundlich. Jedoch wird mittels einer Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft die feindliche Übernahme gegenüber der freundlichen bevorzugt und damit für potentielle Bieter ein Anreiz zur feindlichen, d.h. nicht abgestimmten Übernahme geschaffen. Denn in diesem Falle fällt der Vorstand als Interessenwahrer der Zielgesellschaft am Verhandlungstisch weg. Damit steht dem Bieter kein adäquater Gegenpart für die Frage der Gegenleistung bzw. des Tauschverhältnisses gegenüber. Nicht zuletzt fällt damit auch der (pflichtgemäße) Schutz der Stakeholderinteressen durch den Vorstand der Zielgesellschaft weg, was dem feindlichen Bieter zusätzlich entgegenkommen wird.
- XII. Schließlich ist mit der Ablehnung eines Neutralitätsgebotes auch keine Störung des Marktes für Unternehmenskontrolle verbunden: Dies wäre nur dann der Fall, wenn der Vorstand Handlungen unter mißbräuchlicher Ausnutzung seiner treuhänderischen Stellung im System der Aktiengesellschaften vornimmt, also rechtswidrig handelt. Alle rechtmäßigen Handlungen sind aber vom Regime des Aktiengesetzes getragen. Der Glaube an die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle verbietet

gerade die Aufrechterhaltung einzelner Wirkmechanismen durch einseitige Eingriffe in das Marktsystem. Ein solcher Eingriff liegt mit dem Postulat einer Neutralitätspflicht vor.

C. Zu § 4 (Abwehrstrategiemaßnahmen und positive Vorstandspflichten)

- I. Ging man vom Ende der 80er Jahre bis in die Gegenwart hinein davon aus, daß mögliche Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeveruche stark begrenzt sind,¹⁸⁴⁰ dies aber kaum Bedeutung habe, weil es ohnehin kaum geeignete Zielgesellschaften in Deutschland gebe, so stellt sich nach eingehender Betrachtung die Situation in Deutschland (nunmehr) genau gegenteilig dar: Zahlreiche deutsche Aktiengesellschaften sind – mit steigender Tendenz – potentiell Ziel feindlicher Übernahmeveruche, aber diese Gesellschaften stehen dem – jedenfalls bei rechtzeitig entwickeltem Gefahrenbewußtsein – keineswegs wehrlos gegenüber. Im Gegenteil: Die Verteidigungsmöglichkeiten sind – insbesondere mittels einer langfristigen Strategie – beachtlich.
- II. Die gute Verteidigung beginnt lange, bevor die Gesellschaft zur Zielgesellschaft eines unerwünschten Übernahmeveruchs wird: Die beste Abwehrstrategie verhindert, daß ein Angebot zur Übernahme überhaupt ergeht. Die Präventionsphase ist schon deswegen nicht zu vernachlässigen, weil diese aus logischen Gründen – auch de lege ferenda – ein übernahmerechtlich weitgehend unreglementierter Raum bleiben muß.
- III. Im präventiven Bereich spielt der nötige Zeitaufwand für die Einberufung und Abhaltung einer Hauptversammlung keine entscheidende Rolle. Ausschlaggebend für die erfolgreiche Implementierung von Maßnahmen, die einer Zustimmung durch die Hauptversammlung bedürfen, ist in diesem Bereich nur die „Verwaltungstreue“ der Hauptversammlung. Der Wettlauf um die Zeit und um die Gunst der Aktionäre hat im präventiven Bereich noch nicht begonnen.
- IV. Abwehrstrategien sind um so „verträglicher“ für die Gesellschaft, je früher sie greifen. Auch in Fällen einer erfolgreichen Verteidigung entstehen erhebliche Schäden durch den Verschleiß großer Mengen an personellen und finanziellen Ressourcen. Zusätzliche Einbußen entstehen durch Personalflucht, Imageverluste und (in sensiblen Bereichen wie Banken) auch durch Kundenverluste. Am geringsten fallen solche Schäden

¹⁸⁴⁰ Vgl. nur SÜNNER in FS Quack, S. 457, 459: Den Verteidigungsmöglichkeiten sind „so enge Grenzen gesetzt, daß ihre Nichteinsetzbarkeit zur Abwehr eines feindlichen Übernahmeveruchs heute Allgemeingut ist“; STOLL, BB 89, 301, 303; OTTO in DB Beilage 12/1988, 1, 8 ff; PELTZER, ZIP 1989, 69, 74; differenzierend bereits MICHALSKI, AG 1997, 152, 163.

aus, wenn die potentielle Zielgesellschaft (etwa wegen ihrer Wehrhaftigkeit) bei potentiellen Bietern als Übernahmekandidat frühzeitig ausscheidet.

- V. Der größtmögliche Schutz besteht in der Kombination von Präventivmaßnahmen mit der Installation von Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen, die im Falle eines Übernahmeangebotes durch den Vorstand ausgeübt werden können. Solche Vorkehrungen bieten dabei bereits im Vorfeld eines unfreundlichen Übernahmeangebotes einen Abschreckungseffekt.
- VI. Die Unternehmenswertmaximierung kann eine Übernahme nicht in jedem Falle verhindern. Dies liegt insbesondere an den vielschichtigen Übernahmemotiven.
- VII. Der Verteidigungserfolg gegenüber einem aktuellen Übernahmeangebot ist nicht allein im Machterhalt des Vorstandes und Managements zu messen. Vielmehr liegt der Erfolg *auch* in der Gewährleistung eines fairen Verfahrens für die Aktionäre und der Schaffung möglicher Alternativen für die Aktionäre. In einer aktuellen Angebotssituation ist dabei für den Vorstand die Wertschöpfung für die Aktionäre eine zentrale Aufgabe. Hierbei werden diesen idealiter mehrere Handlungsmöglichkeiten aufgezeigt. Eine generelle und strikte Konzentration auf finale Verteidigungsmethoden entspricht nicht den Grundsätzen einer sinnvollen Gesellschafts- bzw. Unternehmensleitung.
- VIII. Das genehmigte Kapital ist ein ideales Instrument zur Abwehr unerwünschter Übernahmen durch Einflußnahme auf die Kapitalstruktur der Gesellschaft. Das Problem der begrenzten „Haltbarkeit“ der Ermächtigung kann dadurch gelöst werden, daß die Ermächtigung jährlich in der ordentlichen Hauptversammlung erneuert wird. Dies gilt sowohl für die aktienrechtliche Begrenzung auf fünf Jahre als auch die Frist nach WpÜG von 18 Monaten.
 - 1. In Verbindung mit einem Rückerwerb eigener Aktien aufgrund Ermächtigung durch die Hauptversammlung (§ 71 I Nr. 8 AktG) können mittels einer Kapitalerhöhung unter „vereinfachtem Bezugsrechtsausschluß“ (§ 186 III 4 AktG) neue Aktien immerhin bis zu 20 % des Grundkapitals an den Altaktionären vorbei ausgegeben werden, ohne daß es einer sachlichen Rechtfertigung hierfür bedarf.
 - 2. Darüber hinaus ergibt sich jedoch aus der Rechtsprechung des BGH in seiner Entscheidung „Siemens/Nold“, daß ein Bezugsrechtsausschluß nicht mehr auf bestimmte Fallgruppen beschränkt bleibt, in denen dieser „erforderlich“ ist, um eine Gefahr von der Gesellschaft abzuwenden. Demnach bleibt es der freien Entscheidung der Gesellschaft überlassen, den Schutz des Unternehmens und der Kleinaktionäre vor „unerwünschtem Einfluß“ höher zu bewerten als das Interesse einzelner Aktionäre an der Erhaltung ihrer vollen Stimmrechtsmacht. Voraussetzung hierfür ist nur, daß die Hauptversammlung dies mit satzungsändernder Mehrheit im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“ für geboten hält.

3. Ein Ausschluß des Bezugsrechtes ist demnach zulässig, wenn er einem Zweck dient, der im wohlverstandenen Gesellschaftsinteresse liegt. Eine Verhältnismäßigkeitsprüfung findet nicht (mehr) statt.
 4. Auch hier ist entscheidend, daß das Gesellschaftsinteresse ein Bestandsinteresse, namentlich ein Interesse an der Kontinuität der Unternehmenspolitik, umfaßt. Die Aktionärsstruktur ist eben nicht allein Aktionärsinteresse, sondern grundsätzlich auch für die Gesellschaft von Belang. Der Ausschluß des Bezugsrechtes ist demnach richtigerweise *grundsätzlich* zum Zwecke der Abwehr unerwünschter Übernahmen zulässig.
 5. Diese Grundsätze sind nicht auf eine Sachkapitalerhöhung beschränkt, sondern müssen gleichermaßen für eine Barkapitalerhöhung gelten.
 6. Beim genehmigten Kapital muß im Zeitpunkt der Beschlußfassung in der Hauptversammlung noch kein ausreichend konkreter Sachverhalt vorliegen, der bereits eine endgültige Abwägung der Gesellschafts- und Aktionärsinteressen erlaubt. Es muß lediglich ein abstrakt allgemein umschriebener Grund für eine zukünftige Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes vorliegen. Dieser Grund muß im „wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft“ liegen.
 7. Beim genehmigten Kapital ist die Berichtspflicht des Vorstandes an die Hauptversammlung das Spiegelbild zu den Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung des das Bezugsrecht ausschließenden Hauptversammlungsbeschlusses. Seit der BGH-Entscheidung „Siemens/Nold“ braucht konsequenterweise der Vorstand der Hauptversammlung in diesem Bericht nur noch Gründe in allgemeiner und abstrakter Form darlegen. Dadurch kann nunmehr ein entsprechender Ermächtigungsbeschluß in der Hauptversammlung bereits im präventiven Bereich ergehen, also zu einem Zeitpunkt, zu dem eine konkrete Übernahmegefahr eines konkreten Übernehmers noch nicht besteht.
 8. Damit ist gleichzeitig die Anfechtungsgefahr eines Hauptversammlungsbeschlusses, der zur Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes ermächtigt, deutlich reduziert.
- IX. Die erleichterten Anforderungen an den Ausschluß des Bezugsrechtes (insbesondere der Wegfall einer Verhältnismäßigkeitsprüfung) sind auch auf eine reguläre Kapitalerhöhung gem. §§ 182, 186 AktG anzuwenden. Eine reguläre Kapitalerhöhung ist grundsätzlich auch noch während des Laufes der Frist eines Übernahmeangebotes denkbar.
- X. Für die Zielgesellschaft sind mit dem WpÜG die Möglichkeiten für die Herbeiführung eines Hauptversammlungsbeschlusses binnen der laufenden Angebotsfrist eines öffentlichen Übernahmeangebotes deutlich verbessert. Beruft die Zielgesellschaft anläßlich des Übernahmeangebotes eine Hauptversammlung ein, so dehnt sich die Annah-

mefrist für das Übernahmeangebot automatisch auf mindestens 10 Wochen aus (§ 16 III 1 WpÜG). Damit wird eine Einberufung der Hauptversammlung nach Erhalt eines Übernahmeangebotes für die Zielgesellschaft vorteilhaft, weil sich dadurch für die gesamte Abwehrstrategie, mithin auch für Maßnahmen, die keines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen, ein möglicherweise bedeutsamer Zeitgewinn für die Zielgesellschaft ergibt.

- XI. Gleichzeitig ermöglicht das WpÜG die Abhaltung von Eilhauptversammlungen (§ 16 IV WpÜG). Die Einberufungsfrist für die Hauptversammlung beträgt in solchen Fällen – entgegen § 123 I AktG – nicht einen Monat, sondern lediglich zwei Wochen und die Zielgesellschaft ist bei der Wahl des Versammlungsortes nicht gebunden.
- XII. Durch die Fortentwicklung der Neuen Medien kann die Hauptversammlung immer stärker (inter-)aktionsfähig werden. Dadurch sind rechtspolitisch und praktisch relevante Änderungen der Ausgangsbedingungen für alle Maßnahmen verbunden, die einer Zustimmung bzw. Ermächtigung durch die Hauptversammlung bedürfen. Insofern wird zurecht bereits die rechtliche Konstruktion des genehmigten Kapitals, mithin die Übertragung einer Hauptversammlungszuständigkeit gemäß § 119 I Nr. 6 AktG auf den Vorstand aus Gründen einer schnellen Entscheidungsfindung, für überdenkenswert erachtet.
- XIII. Sämtliche denkbaren Abwehrmaßnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft lassen sich anhand eines Kreismodelles in 4 Sektoren einteilen und an 3 konzentrischen Kreisschwellen anordnen. Durch Prüfung sämtlicher Abwehrmaßnahmen auf ihre praktische und rechtliche Durchführbarkeit und Einordnung in dieses Kreismodell läßt sich ablesen, ob und gegebenenfalls in welchen Sektoren diskretionäre Handlungsspielräume des Vorstandes der Zielgesellschaft und damit Mißbrauchsmöglichkeiten bestehen.
 1. Damit läßt sich die These verifizieren, daß es gar kein Bedürfnis für die Anordnung eines *grundsätzlichen* Neutralitätsgebotes für den Vorstand der Zielgesellschaft gibt.
 2. Diskretionäre Handlungsspielräume bestehen nur in den Bereichen, in denen die Implementierung von Verteidigungsmaßnahmen keines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf (Sektoren B und C des Kreismodelles)¹⁸⁴¹.
 3. Die Verteidigungsringe des Kreismodelles skalieren den Mißbrauchsanreiz für den Vorstand der Zielgesellschaft und die Kapitalmarktsensibilität der einzelnen Maßnahmen. Maßnahmen, die an der inneren Verteidigungsschwelle (Schwelle 3) ansetzen, betreffen unmittelbar die Interessen des Vorstandes. Damit ist gleichzeitig der Anreiz der mißbräuchlichen Ausnutzung etwaiger diskretionärer Handlungsspielräume für den Vorstand dort am größten. Der Mißbrauchsanreiz nimmt

mit der Unmittelbarkeit der Vorstandsinteressen nach außen hin bis zur Schwelle 1 ab. Umgekehrt verhält es sich mit den Interessen des Kapitalmarktes. Dieser reagiert auf Modifizierungen am äußersten Verteidigungsring (Schwelle 1) am sensibelsten, während er Modifizierungen am innersten (Schwelle 3) kaum zur Kenntnis nimmt (vgl. Abbildung 8 des Kreismodelles).

4. Effiziente Verteidigungsmaßnahmen lassen sich grundsätzlich sowohl präventiv als auch reaktiv implementieren.
5. Die überwiegende Zahl der (effizienten) Abwehrmaßnahmen liegt jedoch im präventiven Bereich und bedarf eines aktuellen Hauptversammlungsbeschlusses (Sektor A). In diesem Sektor hat der Vorstand der Zielgesellschaft daher keine diskretionären Handlungsspielräume. In diesem Bereich liegen u.a. so bedeutende Maßnahmen, wie die Implementierung von vinkulierten Namensaktien, die Bindung der Gesellschaft durch Unternehmensverträge sowie die Ermächtigung zur angeordneten Zwangseinziehung von Aktien.
6. Maßnahmen, die eines aktuellen Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen und im reaktiven Bereich zu implementieren sind (Sektor D) kommen praktisch nicht zum Tragen. Überdies bestehen hier ebenso wie im Sektor A keine diskretionären Handlungsspielräume.
7. In den Sektoren B und C liegen die Maßnahmen, die der Vorstand ohne aktuellen Hauptversammlungsbeschuß implementieren kann. Hier stellt sich grundsätzlich das Problem einer potentiellen mißbräuchlichen Ausnutzung der diskretionären Handlungsspielräume durch den Vorstand der Zielgesellschaft.
8. Sämtliche Maßnahmen im Sektor C, die eine Beeinflussung des Aktionärskreises beabsichtigen (Schwelle 1) setzen an der Motivation potentieller Bieter an und steigern den Wettbewerb um die Aktien der Gesellschaft. Diese Maßnahmen vermögen jedoch eine Mitgliedschaft *nicht zu verhindern*. Die abwehrende Wirkung besteht bei diesen Maßnahmen darin, daß sie entweder den Wert der Gesellschaft steigern und die Börsenkapitalisierung und den Aktienkurs stimulieren (Aufdeckung stiller Reserven, IR, Kurspflege; Joint Ventures; Ankündigung einer Sonderdividende) oder eine Auktionssituation mit mehreren Bietern schaffen (Suche eines White Knight; Zusammenarbeit mit Dritten/Investoren). Oder aber es sind Maßnahmen, die für ein ordnungsgemäßes und faires Verfahren sorgen (Litigation; Zusammenarbeit mit Investmentbanken). Darüber hinaus findet am äußersten Ring (Schwelle 1) insofern eine (externe) Kontrolle der diskretionären Handlungsspielräume des Vorstandes statt, als auf Maßnahmen, die Einfluß auf den Aktionärskreis nehmen, ohnehin der Kapitalmarkt sehr sensibel reagiert. Ein Regelungsbe-

¹⁸⁴¹ Siehe Abbildung 7 des Kreismodelles.

darf zur Eindämmung der Gefahr mißbräuchlicher Ausnutzung diskretionärer Handlungsspielräume durch den Vorstand besteht hier folglich nicht.

9. Die wirkungsvollsten Maßnahmen haben eine Sperrwirkung gegenüber unerwünschten Aktionären in der Hauptversammlung und liegen am zweiten Verteidigungsring (Schwelle 2).
10. Die Maßnahmen des Sektors C am zweiten Verteidigungsring (angeordnete Zwangseinziehung von Aktien; Anregung des Vorstandes zur Geltendmachung von Wandlungs- und Optionsrechten; Pac Man; Rückerwerb eigener Aktien aufgrund Ermächtigung; Ausgabe genehmigten Kapitals) beruhen aber allesamt auf einer vorhergehenden ausdrücklichen Ermächtigung durch die Hauptversammlung, wenn es nicht ohnehin beim Vorstand schon an einer relevanten initiativen Handlung (aufgrund eigener Entscheidung) fehlt (so bei der angeordneten Zwangseinziehung von Aktien, der Geltendmachung von Wandlungs- und Optionsrechten und bei Stimmbindungsverträgen zwischen Aktionären). Insoweit verbleiben für den Vorstand zwar diskretionäre Handlungsspielräume. Diese wurden jedoch durch die Hauptversammlung unter Ausübung der Satzungsautonomie geschaffen und dem Vorstand bewußt zur Verfügung gestellt. Ein gesetzgeberischer Eingriff in die Handlungsfreiheit des Vorstandes würde hier demnach gleichzeitig eine nicht gebotene Einschränkung der Satzungsautonomie bedeuten.
11. Folglich sind ausschließlich diejenigen Maßnahmen, die im präventiven Bereich liegen und keines Hauptversammlungsbeschlusses bedürfen (Sektor B des Kreismodelles) im Hinblick auf die Mißbrauchsmöglichkeiten unter Ausnutzung des diskretionären Handlungsspielraumes durch den Vorstand bedenklich. Diese Maßnahmen können ohne aktuellen Hauptversammlungsbeschluß im präventiven Bereich implementiert werden und bedürfen auch keiner vorherigen Ermächtigung durch die Hauptversammlung.
12. Maßnahmen (im Sektor B) mit relevanter Abwehrwirkung sind an der Schwelle 1 Stillhalteabkommen mit potentiellen feindlichen Bietern, Sonderabfindungen für das (breite) Management sowie eventuell (insoweit besteht weiterer Forschungsbedarf) kollektivarbeitsrechtliche Modifizierungen zugunsten der Belegschaft. Typischerweise finden aber Maßnahmen am äußersten Ring (Schwelle 1), die ja Einfluß auf den Aktionärskreis nehmen sollen, am Kapitalmarkt eine große Beachtung. Für die Sonderabfindungen und Modifizierungen zugunsten der Belegschaft ergibt sich dies schon dadurch, daß diese Maßnahmen auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und damit auf die Stellung der Gesellschaft im Markt Einfluß nehmen. Der Kapitalmarkt dient also insofern als Korrektiv der diskretionären Handlungsspielräume des Vorstandes.
13. Wirkungsvoll sind auch im Sektor B diejenigen Maßnahmen, die eine Sperrwirkung auf den Einfluß unerwünschter Aktionäre in der Hauptversammlung aus-

üben (Schwelle 2). Durchführbare Maßnahmen mit relevanter Abwehrkraft sind hier Überkreuzverflechtungen sowie der Erwerb eigener Aktien zur Ausgabe an Mitarbeiter. Als Maßnahmen, die am zweiten Verteidigungsring liegen, finden diese auf dem Kapitalmarkt keine überragende Beachtung, bleiben aber immerhin nicht unbeachtet, weil dort Einfluß auf die Teilhaberechte der Aktionäre, mithin die Ausübung der Stimmrechtsmacht genommen wird. Dennoch ist in diesem Bereich die Gefahr der Ausnutzung diskretionärer Handlungsspielräume durch den Vorstand der Zielgesellschaft am größten.

14. An der Schwelle 3 (Kontrolle in den Handlungsorganen Vorstand und Aufsichtsrat) können im Sektor B nur die selten anwendbaren „managementspezifischen Investitionen“ und die Staffelung der Amtszeiten der Vorstandsmitglieder eingesetzt werden. Die zentralen Maßnahmen, die eine Neubesetzung der Handlungsorgane durch den Übernehmer erschweren (Schwelle 3), liegen wegen ihrer langfristigen Vorlaufzeit nicht nur alle im präventiven Bereich, sondern lassen sich darüber hinaus fast ausschließlich nur mittels eines satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses implementieren (Sektor A). Damit stehen dem Vorstand am dritten und innersten Verteidigungsring, wo der Mißbrauchsanreiz für den Vorstand einer potentiellen Zielgesellschaft am größten ist und zudem die Kapitalmarktsensibilität denkbar gering ist – mangels relevanter Maßnahmen – praktisch nur geringe abwehrspezifische diskretionäre Handlungsspielräume zur Verfügung.
- XIV. Weil generelle übernahmerechtliche Regelungen logischerweise immer an einem bestimmten Ereignis des Übernahmeverfahrens anknüpfen müssen und alle, im Hinblick auf die Gefahr mißbräuchlicher Ausnutzung diskretionärer Handlungsspielräume virulenten Maßnahmen im präventiven Bereich liegen, kommt eine *generelle* übernahmerechtliche Disziplinierung des Vorstandes der Zielgesellschaft nicht in Betracht. Die vom WpÜG ausschließlich erfaßten Maßnahmen in den Sektoren D und C sind jedoch diesbezüglich durchgängig unproblematisch. Insoweit geht die Regelung ins Leere.
 - XV. Zwar wurde mit dem Übernahmegesetz ein Verfahrensrecht für Übernahmeangebote entwickelt, was durchaus als Fortschritt begriffen werden darf, weil hier typischerweise die Interessen *sehr vieler* einzelner Beteiligter zusammentreffen und das Zivilrecht doch weitgehend für die Regelung der Beziehung zwischen *zwei* Parteien konzipiert ist. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) geht aber hinsichtlich des festgeschriebenen Neutralitätsgebotes für den Vorstand der Zielgesellschaft am tatsächlichen Regelungsbedürfnis vorbei.
 - XVI. Das WpÜG schreibt zwar eine grundsätzliche Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft fest, verkehrt diese jedoch wegen der Art und tatbestandlichen Ausgestaltung zulässiger Ausnahmen faktisch ins Gegenteil. Zu nennen ist hier vor allem die Zustimmung des Aufsichtsrates.

XVII. Die Anzahl der besonders geeigneten und tatsächlich durchführbaren Maßnahmen zur Abwehr unerwünschter Übernahmen ist im Ergebnis durchaus überschaubar. Darunter sind wiederum nur wenige Maßnahmen, die eine Interessenkollision im diskretionären Handlungsspielraum des Vorstandes aufwerfen, ohne daß die Hauptversammlung diese Konfliktsituation willentlich in Kauf genommen hätte. Insoweit ist auch die Satzungsautonomie der Gesellschaft zu wahren. Daher und weil eine generelle übernahmerechtliche Regelung im präventiven Bereich eben nicht möglich ist, wird empfohlen, einer mißbräuchlichen Ausnutzung der diskretionären Handlungsspielräume durch den Vorstand mit einzelnen regulatorischen Eingriffen auf gesellschaftsrechtlicher Ebene gezielt vorzubeugen. Beispielgebend kann hierbei die Einführung des § 328 III AktG mit dem KonTraG sein, wonach bei wechselseitig beteiligten (börsennotierten) Unternehmen das Stimmrecht für die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder suspendiert ist.

Schrifttumsverzeichnis

- Adams, Michael Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997 von Prof. Dr. Michael Adams, AG Sonderheft August 1997, 9
- Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, AG 89, 333
- Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“ – Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht, AG 94, 148
- Bankenmacht und Deutscher Juristentag, ZIP 96, 1590
- Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, AG 90, 63 ff.
- Was spricht gegen eine ungehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer?, AG 90, 243
- Aerssen, Rick van Erwerb eigener Aktien und Wertpapierhandelsgesetz: Neues von der Schnittstelle Gesellschaftsrecht/Kapitalmarktrecht – Zugleich Anmerkungen zum Schreiben „Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 AktG“ des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel vom 28. Juni 1999, WM 00, 391
- Arbeitskreis der Deutschen Börse AG (und Vertreter der Verbände von Industrie, Handel und Kredit- und Versicherungswirtschaft)* Insiderhandelsverbote und ad hoc Publizität nach dem WpHG – Erläuterungen und Empfehlungen zur Behandlung kursbeeinflussender Tatsachen gemäß §§ 12 ff. Wertpapierhandelsgesetz, WM 94, 2038
- Assmann, Heinz-Dieter Zur Reform des Vollmachtsstimmrechts der Banken nach dem Referentenentwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG-E), AG Sonderheft August 1997, 100

- Assmann, Heinz-Dieter Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote – Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 95, 563
- Assmann, Heinz-Dieter /
Basaldua, Nathalie /
Bozenhardt, Friedrich /
Peltzer, Martin (Hrsg.) Übernahmeangebote, ZGR-Sonderheft 9, Berlin, New York 1990
- Assmann, Heinz-Dieter /
Bozenhardt, Friedrich Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer (Hrsg.), Übernahmeangebote, S. 1 ff.
- Assmann, Heinz-Dieter /
Schneider, Uwe H. (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar, 2. A. Köln 1999
- Bandte, Jürgen Der Erwerb eigener Aktien – eine Waffe der Aktiengesellschaften gegen Übernahmeattacken ?, JURA 87, 465
- Barthelmeß, Stephan /
Braun, Yvonne Zulässigkeit schuldrechtlicher Verfügungsbeschränkungen über Aktien zugunsten der Aktiengesellschaft, AG 00, 172
- Basaldua, Nathalie Der Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über öffentliche Übernahmeangebote, in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer (Hrsg.), Übernahmeangebote, S. 157 ff.
- Baums, Theodor GWB-Novelle und Kartellverbot, ZIP 98, 233
- Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft, ZIP 89, 1376
- Vollmachtsstimmrecht der Banken – Ja oder Nein, AG 96, 11
- Höchststimmrechte, AG 90, 221
- Der Markt für Stimmrechtsvertreter, AG 95, 145
- Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, AG 95, 97
- Vorschlag eines Gesetzes zu öffentlichen Übernahmeangeboten, ZIP 97, 1310
- Bayer, Walter Aktionärsklagen de lege lata und de lege ferenda, NJW 00, 2609

- Bechtold, Rainer Fusionskontrolle bei Übernahme von börsennotierten Unternehmen, in: Rüdiger von Rosen/Werner Seifert (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Frankfurt 1999
- Beckmann, Ralph Der Richtlinienvorschlag betreffend Übernahmeangebote auf dem Weg zu einer europäischen Rechtsangleichung, DB 95, 2407 ff.
- Behnke, Thorsten Die Stimmrechtsvertretung in Deutschland, Frankreich und England, NZG 00, 665
- Behrens, Peter Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebote, ZGR 75, 433
- Benner-Heinacher, Jella S. Mindeststandards für Übernahmeregeln in Deutschland, DB 97, 2521
- Berger, Klaus Peter Unternehmensübernahmen in Europa – Der geänderte Vorschlag für eine EG-Takeover-Richtlinie im Vergleich mit nationalen Übernahmeregelungen, ZIP 91, 1644
- Berger, Roland Deutschland auf dem Weg in die New Economy, Politische Studien (Hrsg.: Hanns Seidel Stiftung e.V.) 2001, 73
- Berle, Adolph A. / Means, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property, New York 1932 (Neuaufgabe 1991)
- Bernhardt, Wolfgang Unternehmensführung und Hauptversammlung. Holzmüller und die Folgen, DB 2000, 1873 ff.
- Bess, Jürgen Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote (Teil I) – Kritische Bemerkungen zum Entwurf eines Richtlinienvorschlages über „Übernahmeangebote und andere Angebote“, AG 76, 169
- Eine europäische Regelung für Übernahmeangebote (Teil II und Schluß) – Kritische Bemerkungen zum Entwurf eines Richtlinienvorschlages über „Übernahmeangebote und andere Angebote“, AG 76, 206
- Boesebeck, Ernst Abstimmungsvereinbarungen mit Aktionären – Unter besonderer Berücksichtigung eines Referentenentwurfs eines Aktiengesetzes, AG 60, 7
- Böhm, Klaus Jürgen Der Rückkauf eigener Aktien und Übernahmetransaktionen, in: Rüdiger von Rosen / Werner Seifert (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Frankfurt 1999

- Borner, Harald Überlegungen zum Markt für Unternehmenskontrolle, JbW 1999, 195
- Bosse, Christian Informationspflichten des Vorstands beim Bezugsrechtsausschluß im Rahmen des Beschlusses und der Ausnutzung eines genehmigten Kapitals, ZIP 01, 104
- Probleme des Rückkaufs eigener Aktien – Kommentar zu LG Berlin (NZG 2000, 944), NZG 00, 923
- Handel in eigenen Aktien durch die Aktiengesellschaft, WM 00, 806
- Bruns, Georg Vinkulierte Namensaktien im Börsenhandel, AG 62, 329
- Bühner, Rolf Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1990
- Managen wie die Raider, Harvard Manager 1990, 36
- Bungert, Hartwin Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht – Zum Siemens/Nold-Urteil des BGH, NJW 98, 488
- Rezension: Weisser, Ralf D., Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, ZHR 95, 261
- Bunte, Hermann-Josef Die 6. GWB-Novelle – Das neue Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen, DB 98, 1748
- Burgard, Ulrich Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZHR 98, 51
- Kapitalmarktrechtliche Lehren aus der Übernahme Vodafone-Mannesmann – Zur Verletzung der Mitteilungspflichten nach §§ 21 I, 22 I Nr. 6 WpHG und den sich daraus ergebenden Folgerungen für ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz –, WM 00, 611
- Büssemaker, Arnold Stimmbindungsverträge bei Kapitalgesellschaften in Europa, Baden-Baden 1999
- Cahn, Andreas Ansprüche und Klagemöglichkeiten der Aktionäre wegen Pflichtverletzungen der Verwaltung beim genehmigten Kapital, ZHR 00, 113
- Cahn, Andreas /
Farrenkopf, Stefan Abschied von der qualifiziert wechselseitigen Beteiligung?, AG 84, 178

- Claussen, Carsten P. Aktienrechtsreform 1997, AG 96, 481
- Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz, DB 98, 177
- Depser, Ingrid Der Vorschlag der EG-Kommission zur Takeover-Richtlinie im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfahrung, AG 92, 351
- Deutscher Anwaltverein Anwendung des § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltvereins e.V., AG 97, 559
- Deutsches Aktieninstitut (DAI) DAI Factbook 2000, Frankfurt 2000
- Diekmann, Hans Hinweise zur Anwendung des Übernahmekodexes der Börsensachverständigenkommission, WM 97, 897
- Ebenroth, Carsten Thomas Die Kompetenzen des Vorstandes einer AG bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Abwehrmaßnahmen (Teil II), DB 91, 1157
- Ebenroth, Carsten Thomas / Daum Thomas Die Kompetenzen des Vorstandes einer AG bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Abwehrmaßnahmen (Teil I), DB 91, 1105
- Ebenroth, Carsten Thomas / Rapp, Angela Abwehr von Unternehmensübernahmen, DZWIR 91, 2
- Ebenroth, Carsten Thomas / Wilken Oliver Entwicklungstendenzen im deutschen Internationalen Gesellschaftsrecht – Teil 2, JZ 91, 1061
- Eichel, Hans Steuerreform 2000 – Ein Signal für den Finanzplatz Deutschland –, WM 00, 407
- Eidenmüller / Rehm Gesellschafts- und zivilrechtliche Folgeprobleme der Sitztheorie, ZGR 1997, 89, 92 ff.
- Ekkenga, Jens Die Ad-hoc-Publizität im System der Marktordnungen – Plädoyer für eine kapitalmarktrechtliche statt gesellschaftsrechtliche Interpretation des § 15 WpHG, ZGR 99, 165 ff.
- Feddersen, Dieter / Kiem, Roger Die Ausgliederung zwischen „Holzmüller“ und neuem Umwandlungsrecht, ZIP 94, 1078
- Flassak, Hansjörg Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts, Bergisch Gladbach, Köln 1995

- Franks, Julian Bank control, takeover and corporate governance in Germany, *Journal of Banking and Finance* 1998, 1385
- Friedewald, Rolf Die personalistische Aktiengesellschaft, Köln et al., 1991
- Fürhoff, Jens /
Wölk, Armin Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität, *WM* 97, 449
- Gamerding, Dieter /
Saupe, Gerd Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen in der Bundesrepublik – eine Untersuchung der Kriterien, Möglichkeiten und Notwendigkeiten (I), *AG* 76, 1
- Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen in der Bundesrepublik – eine Untersuchung der Kriterien, Möglichkeiten und Notwendigkeiten (II), *AG* 76, 29
- Geßler, Ernst / Hefermehl,
Wolfgang / Eckhardt,
Ulrich / Kropf, Bruno
(zitiert: Bearbeiter in
Geßler / Hefermehl) Aktiengesetz. Kommentar, 1. A., München 1973 ff.
- Götz, Heinrich Die Überwachung der Aktiengesellschaft im Lichte jüngerer Unternehmenskrisen, *AG* 1995, 337
- Die Sicherung der Rechte der Aktionäre der Konzernobergesellschaft bei Konzernbildung und Konzernleitung – zugleich auch eine Besprechung der „Holzmüller“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes –, *AG* 84, 85
- Groß, Wolfgang Kapitalmarktrecht: Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Verkaufsprospektgesetz und zur Verkaufsprospekt-Verordnung, München 2000
- Der Inhalt des Bezugsrechts nach § 186 AktG – Ein Beitrag zum gekreuzten und faktischen Bezugsrechtsausschluß, *AG* 93, 449
- Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, *AG* 94, 266
- Bezugsrechtsausschluß bei Barkapitalerhöhungen: Offene Fragen bei der Anwendung des neuen § 186 III 4 AktG, *DB* 94, 2431 ff.
- Übernahmekodex für öffentliche Übernahmeangebote: Anerkennung und Rolle des begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens, *DB* 96, 1909

- Großfeld, Bernhard Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 34. A., Köln 2002
- Großkommentar zum Aktiengesetz, hrsg. von Gadow, W. / Heinichen, E. / Hopt, Klaus J./ Wiedemann, Herbert, 4. Auflage, Berlin, New York 1992 ff. (soweit erschienen)
- Grunewald, Barbara Der geänderte Vorschlag einer 13. EG-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote, WM 91, 1361
- Günther, Thomas / Muche, Thomas / White, Mark Zulässigkeit des Rückkaufs eigener Aktien in den USA und Deutschland – vor und nach KonTraG, RIW 98, 338
- Habersack, Mathias Grenzen der Mehrheitsherrschaft in Stimmrechtskonsortien, ZHR 00, 1
- Habersack, Mathias / Mayer, Christian Der neue Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie – Überlegungen zur Umsetzung in das nationale Recht, ZIP 97, 2141
- Hägele, Mathias Praxisrelevante Probleme der Mitteilungspflichten nach §§ 20, 21 AktG, NZG 00, 726
- Hahn, Dieter Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften – Eine juristisch-ökonomische Analyse, München 1992
- Happ, Wilhelm Namensaktiengesetz – NaStraG oder: Der Einzug der Informationstechnologie in das Aktienrecht, WM 00, 1795
- Happ, Wilhelm / Semler, Johannes Ad hoc Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz – Zum Begriff der „Tatsache“ in § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZGR 98, 117
- Harrer, Herbert / Erwe, Peter Der Neue Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Vergleich zu NASDAQ und EASDAQ, RIW 98, 661
- Harrer, Herbert / Grabowski, Olaf Abwehrtechniken bei feindlichen Übernahmeversuchen, DStR 92, 1326
- Hasselbach, Kai / Schumacher, Stephan Hauptversammlung im Internet, ZGR 00, 258
- Hauschka, Christoph E. / Roth, Thomas Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 88, 181 ff.
- Heermann, Peter W. Interessenkonflikte von Bankvertretern in Aufsichtsräten bei (geplanten) Unternehmensübernahmen, WM 97, 1689

- Heinsius, Theodor Organzuständigkeit bei Bildung, Erweiterung und Umorganisation des Konzerns, ZGR 84, 383
- Herden, Raimund W. / Reinhard, Henning Spektakuläre Transaktionen sorgen für fulminanten Start des M&A-Jahres 2000, M&A-Review 2000, 73
- Herrmann, Marcus Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien, München 1993
- Hettlage, Manfred C. Die AG als Aktionär – Ein vermögenspolitischer Beitrag zur steuerlichen Konsolidierung des Aktienwesens, AG 81, 92
- Hirte, Heribert Die Entwicklung des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts in Deutschland in den Jahren 1991-1995. 1. Teil: Unternehmens- und Kapitalgesellschaftsrecht, NJW 96, 2827
- Kurzkomentar zur Entscheidung des BHG „Siemens/Nold“, EWiR § 203 AktG 1/97, 1013 (Hirte)
- Der Kampf um Belgien – Zur Abwehr feindlicher Übernahmen – Wie der Streit um die Société Générale de Belgique nach deutschem Recht zu entscheiden wäre – Anmerkungen zum Urteil der Cour d' Appel de Bruxelles vom 1.3.1988 – I 92/88, ZIP 1989, 1290, ZIP 89, 1233
- Hlawati, Edith / Birkner, Albert / Graf, Wolfgang Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, Ecolex 00, 84
- Hoffmann, Jochen Systeme der Stimmrechtsvertretung in der Publikumsgesellschaft, Baden-Baden 1999
- Das Ende des amerikanischen Trennbankensystems, WM 00, 1773
- Hofmeister, Holger Der Ausschluß des aktiengesetzlichen Bezugsrechts bei börsennotierten AG – Konsequenzen aus BGHZ 136, 133 ff. – Siemens/Nold, NZG 00, 713
- Hölters, Wolfgang Stimmrechtsbeschränkungen als Schutz vor Überfremdung, DB 75, 917 ff.
- Hölters, Wolfgang (Hrsg.), zit. *Verfasser* in Hölters Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs: Grundlagen – Bewertung – Finanzierung – Steuerrecht – Arbeitsrecht – Vertragsrecht – Kartellrecht – Vertragsbeispiele, Köln 1992

- Holzappel, Hans-Joachim / Pöllath, Reinhard Unternehmenskauf in Recht und Praxis; rechtliche und steuerliche Aspekte, Köln 1997
- Hommelhoff, Peter / Kleindiek, Detlef Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht, AG 90, 106
- Hommelhoff, Peter / Mattheus, Daniela Corporate Governance nach dem KonTraG, AG 98, 249
- Hopt, Klaus J. Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 93, 534
- Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997 von Prof. Dr. Dr. Klaus J. Hopt, AG Sonderheft August 1997, 42
- Präventivmaßnahmen zur Abwehr von Übernahme- und Beteiligungsversuchen, WM Sonderheft-Festgabe für Theodor Heinius v. 25.9.91, S. 22
- Europäisches und deutsches Übernahmerecht, ZHR 97, 368 ff.
- Horn, Norbert Die Haftung des Vorstands der AG nach § 93 AktG und die Pflichten des Aufsichtsrats, ZIP 97, 1129
- Houben, Eike Die Gestaltung des Pflichtangebotes unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, WM 00, 1873
- Hüffer, Uwe Gesellschaftsrecht, 5. A., München 1998
- Aktiengesetz. Kommentar, 5. A. München 2002
- Immenga, Ulrich Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen, BB 75, 1042
- Vertragliche Vinkulierung von Aktien?, AG 92, 79 ff.
- Mehrheitserfordernisse bei einer Abstimmung der Hauptversammlung über die Übertragung vinkulierter Namensaktien, BB 92, 2446
- Jäger, Axel Thema Börse (5): Wahl des richtigen Börsensegments, NZG 99, 381 ff.
- Thema Börse (8): Investor Relations und Publizität, NZG 00, 186
- Jansen Mergers & Acquisitions optimal managen (12-teilige Serie, hrsg. von Gerhard Picot), Teil 12: Post Merger Integration, Handelsblatt v. 06./07.08.99, S. K 3

- Jenkinson, Tim /
Ljungqvist, Alexander Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance, Discussion Paper Series, No. 1695, Oxford University and Centre for Economic Policy Research, London 1997
- Jud, Waldemar / Terlitza,
Bernd / Zollner, Johannes Der Rückerwerb eigener Aktien als Instrument der Abwehr von Übernahmeangeboten, *Ecolex* 00, 91
- Kallfass, Hermann H. Staatliche Zusammenschlußkontrolle oder unreglementierte Märkte für Unternehmenskontrolle, *WuW* 1992, 597
- Kallmeyer, Harald Aktienoptionspläne für Führungskräfte im Konzern, *AG* 99, 97
- Ausschluß von Minderheitsaktionären, *AG* 00, 59
- Pflichtangebote nach dem Übernahmekodex und dem neuen Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie, *ZIP* 97, 2147
- Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, *ZHR* 97, 435
- Der  bernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, *AG* 96, 169
- Kellerhals, Philipp B. /
Rausch, Elmar Die Liberalisierung von Aktienrückkäufen: Bundesdeutsche Erfahrungen, *AG* 2000, 222
- Kerber, Markus C. Anmerkung zur Entscheidung des BGH vom 23.6.97/II ZR (Siemens/Nold), *DZWiR* 98, 326
- Kersting, Mark Oliver Der Neue Markt der Deutschen Börse AG, *AG* 97, 222
- Kessler, Manfred H. Interessen- und Kompetenzkonflikte in einer Aktiengesellschaft aus juristischer und betriebswirtschaftlicher Sicht, *AG* 93, 252
- Die Leitungsmacht des Vorstandes einer AG (Teil I), *AG* 95, 61
- Die Leitungsmacht des Vorstandes einer AG (Teil II), *AG* 95, 120
- Kiem, Roger Der Hauptversammlungsentscheid zur Legitimation von Abwehrmaßnahmen nach dem neuen Übernahmegesetz, *ZIP* 00, 1509
- Kindl, Johann Der Erwerb eigener Aktien nach Europäischem Gemeinschaftsrecht, *ZEuP* 94, 77
- Kindler, Peter Die Aktiengesellschaft für den Mittelstand. Das Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts, *NJW* 94, 3041

- Kindler, Peter Bezugsrechtsausschluß und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischem Recht, ZGR 98, 35
- Kirchner, Christian Managementpflichten bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten, WM 00, 1821
- Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesellschaft im Übernahmerecht, AG 99, 481
- Kirchner, Christian / Ehrlicke, Ulrich Funktionsdefizite des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 98, 105
- Kirchner, Martin Strategisches Akquisitionsmanagement im Konzern, Wiesbaden 1991
- Klahold, Christoph Aktienoptionen als Vergütungselement, Frankfurt/Main et al. 1999
- Klein, Albrecht Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 97, 2085
- Klingberg, Dietgard Der Aktienrückkauf nach dem KonTraG aus bilanzieller und steuerlicher Sicht, BB 98, 1575
- Klinke, Ulrich ECLR – Europäisches Unternehmensrecht und EuGH – Die Rechtsprechung in den Jahren 1996 – 1997, ZGR 98, 212 ff.
- Kluth, Winfried Abschaffung von Mehrstimmrechtsaktien verfassungswidrig?, ZIP 97, 1217
- Kölling, Lars Namensaktien im Wandel der Zeit – „NaStraG“, NZG 00, 631
- Kölner Kommentar zum Aktiengesetz. Von Carsten P. Claussen, Gerd Geilen, Christian Kirchner, Hans-Georg Koppensteiner, Alfons Kraft, Marcus Lutter, Hans-Joachim Mertens, Wolfgang Zöllner, 2. A., Köln et al. 1988 ff. (soweit noch nicht erschienen, 1. A. 1970 ff.)
- Kossmann, Horst Der Anspruch auf Genehmigung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien, BB 85, 1364
- Krause, Hartmut Das obligatorische Übernahmeangebot, Baden-Baden 1996
- Zur „Pool- und Frontenbildung“ im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen „feindliche“ Übernahmeangebote – Überlegungen zu LG Düsseldorf vom 14.12.1999 – 10 O 459/99 Q – „Mannesmann“, AG 00, 217

- Krause, Hartmut Die geplante Takeover-Richtlinie der Europäischen Union mit
Ausblick auf das deutsche Übernahmegesetz, NZG 00, 905
- Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie (1996), AG
96, 209
- Zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Übernahmeangeboten
und Beteiligungserwerb – Teil I –, WM 96, 845 ff.
- Zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Übernahmeangeboten
und Beteiligungserwerb – Teil II –, WM 96, 893 ff.
- Kropholler, Jan Internationales Privatrecht: einschließlich der Grundbegriffe
des internationalen Zivilverfahrensrechts, 4. A., 2001
- Kübler, Friedrich /
Mendelson, Morris /
Mundheim, Robert H. Die Kosten des Bezugsrechts – Eine rechtsökonomische Analy-
se des amerikanischen Erfahrungsmaterials, AG 90, 461
- Kümpel, Siegfried Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität aus Bankensicht, WM 96, 653
- Wertpapierhandelsgesetz: eine systematische Darstellung,
Berlin 1996
- Land, Volker /
Hasselbach, Kai Das neue deutsche Übernahmegesetz – Einführung und kritische
Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des BMF, DB 00, 1747
- Larenz, Karl /
Canaris, Claus-Wilhelm Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. A. 1996
- Liebscher, Thomas Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz –
Übernahmerechtliche Grenzen der Gestaltungsfreiheit im Hin-
blick auf die Übernahmestrategien des Bieters, ZIP 01, 853
- Lingemann, Stefan /
Wasmann, Dirk Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht: das KonTraG
tritt in Kraft, BB 98, 853
- Loritz, Karl-Georg /
Wagner, Klaus-R. Das „Zwangübernahmeangebot“ der EG-Takeover-Richtlinie
aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 91, 709
- Lutter, Marcus Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997 von Prof. Dr. Dr.
h.c. Marcus Lutter, AG Sonderheft August 1997, 52
- Aktionärs-Klagerechte, JZ 00, 837
- Organzuständigkeiten im Konzern, Festschrift für Walter Stim-
pel zum 68. Geburtstag, Berlin 1984, hrsg. von Marcus Lutter,
Hans-Joachim Meurer, Peter Ulmer, S. 825 ff.

- Lutter, Marcus Anmerkung zu: BGH, 04.03.1996 – II ZB 8/95 – Zur Heilung der verdeckten Sacheinlage (= JZ 1996, 908), JZ 96, 912
- Materielle und förmliche Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses – Besprechung der Entscheidung BGHZ 71, 40 (Kali + Salz), ZGR 79, 401
- Anmerkung zu: BGH U. v. 23.06.1997 - II ZR 132/93 - (Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre), JZ 98, 50
- Der Aufsichtsrat: Konstruktionsfehler, Inkompetenz seiner Mitglieder oder normales Risiko, AG 94, 176
- Das „neue Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts“, AG 94, 429
- Unternehmen in einer freiheitlichen Rechtsordnung – Anteilseigner und Unternehmen, in: Rechtsgrundlagen freiheitlicher Unternehmenswirtschaft: Unternehmensrecht, Arbeitsrecht, Wirtschaftsrecht, Finanzierungsrecht, Planung und Rechnungslegung, EG-Recht / Hrsg. Marcus Lutter, Johannes Semler, Köln 1991
- Die Rechte und Pflichten des Vorstandes bei der Übertragung vinkulierter Namensaktien, AG 92, 369
- Die Treuepflicht des Aktionärs – Bemerkungen zur Linotype-Entscheidung des BGH, ZHR 89, 446 ff.
- Lutter, Marcus / Grunewald, Barbara Zur Umgehung von Vinkulierungsklauseln in Satzungen von Aktiengesellschaften und Gesellschaften mbH, AG 89, 109
- Lutter, Marcus / Leinekugel, Rolf Kompetenzen der Hauptversammlung und Gesellschafterversammlung beim Verkauf von Unternehmensteilen, ZIP 98, 225
- Der Ermächtigungsbeschluß der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmaßnahmen – zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentmachtung?, ZIP 98, 805
- Lutter, Marcus / Schneider, Uwe Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften – Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und Vorschläge de lege ferenda –, ZGR 75, 182
- Lutter, Marcus / Wahlers, Henning W. Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 89, 1 ff.

- Luttermann, Claus Unternehmen, Kapital und Genußrechte: Eine Studie über Grundlagen der Unternehmensfinanzierung und zum internationalen Kapitalmarktrecht, Tübingen 1998
- Manne, Henry G. Mergers and the Market for Corporate Control, J.Pol.Econ. 1965, 110
- Marquardt, Michael Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 94, 537
- Marsch, Reinhard Zum Bericht des Vorstands nach § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG beim genehmigten Kapital – Urteilsanmerkung zu LG Frankfurt vom 21.1.1981, AG 81, 211
- Martens, Klaus-Peter Der Einfluß von Vorstand und Aufsichtsrat auf Kompetenzen und Struktur der Aktionäre – Unternehmensverantwortung contra Neutralitätspflicht, in: Heinrich Beisse, Marcus Lutter, Heribald Nährger (Hrsg.), Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag, 1993, S. 529 ff.
- Leitfaden für die Leitung der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft, 2.A. Köln 2000
- Der Ausschluß des Bezugsrechts, ZIP 92, 1677
- Stimmrechtsbeschränkung und Stimmbindungsvertrag im Aktienrecht, AG 93, 495
- Eigene Aktien und Stock-Options in der Reform, AG Sonderheft August 1997, 83
- Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel – Überlegungen de lege ferenda, AG 96, 337
- Die Entscheidungsautonomie des Vorstands und die „Basisdemokratie“ in der Aktiengesellschaft – Anmerkungen zu BGHZ 83, 122 („Holzmüller“), ZHR 83, 377
- Meier-Schatz, Christian J. Managermacht und Marktkontrolle – Bemerkungen zur amerikanischen Debatte um Übernahmeangebot und Markt für Unternehmenskontrolle, ZHR 85, 76
- Mertens, Hans-Joachim Aufsichtsrat und Organhaftung, AG Sonderheft August 1997, 70
- Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?, AG 90, 252

- Meßmer, Daniel /
Saliger, Michaela Die Änderung des AktG durch das KonTraG und ihre Auswirkungen auf die Haftungsverhältnisse in AG, GmbH und Genossenschaft, VersR 99, 539
- Mestmäcker, Ernst-
Joachim Zur aktienrechtlichen Stellung der Verwaltung bei Kapitalerhöhungen, BB 61, 945
- Michalski, Lutz Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Recht, AG 97, 152
- Möschel, Wernhard Die deutsche Fusionskontrolle auf dem Prüfstand des europäischen Rechts: „Überflügelung“ oder Harmonisierung?, AG 98, 561
- Muchow, Kai-Christian Telekom Deals prägen das M&A-Jahr 1999, M&A-Review 2000, 2
- Mülbert, Peter Die Zielgesellschaft im Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie – zwei folgenreiche Eingriffe ins deutsche Aktienrecht, IStR 1999, 83
- Müller, Welf Die Entscheidungsspielräume der Verwaltung einer Aktiengesellschaft im Verhältnis zu ihren Aktionären, in: Marcus Bierich, Peter Hommelhoff, Bruno Kropff (Hrsg.), Unternehmen und Unternehmensführung im Recht. Festschrift für Johannes Semler zum 70. Geburtstag, 1993, S. 195 ff.
- Münchener Handbuch des
Gesellschaftsrechts, Band
4: Aktiengesellschaft 2. A., München 1999
- Neye, Hans-Werner Der neue Vorschlag der Kommission für eine dreizehnte Richtlinie über Übernahmeangebote, DB 96, 1121
- Nick, Andreas Die Regelung öffentlicher Übernahmeangebote – Die Ausgangslage in der Bundesrepublik Deutschland und der EG-Richtlinienentwurf, ZfB 91, 859
- Niessen, Hermann Zur Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote durch die Europäische Gemeinschaft in: Kreuzer, Karl (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Baden-Baden 1992
- Nirk, Rudolph /
Reuter, Hans-Peter /
Bächle, Hans-Ulrich Handbuch der Aktiengesellschaft: Gesellschaftsrecht - Steuerrecht – Arbeitsrecht, 3. A., Köln 1999

- Noack, Ulrich Entwicklungen im Aktienrecht, in: Entwicklungen im Aktienrecht, Hrsg.: Rüdiger von Rosen, Deutsches Aktieninstitut (DAI), e.V., Frankfurt a.M. 1999
- Nolte, Cornelius /
Leber, Hendrik Feindliche Unternehmensübernahmen – eine Gefahr für deutsche Unternehmen, DBW 90, 573 ff.
- o.V. 40.000 \$-Stipendium für richtige Strategie: Europas Jurastudenten beraten Konzern gegen feindliche Übernahme, JURA 2001, 66
- o.V. Deutsche Bank will Beteiligungen bis 2005 verkaufen, AG-Report 2001, R 12
- o.V. Musterrechnungen für Aktienbuch-Kosten, AG-Report 00, R 83
- o.V. Dokumentation: Übernahmekodex – Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen, AG 98, 133
- Otto, Hans-Jochen Die Verteilung der Kontrollprämie bei Übernahme von Aktiengesellschaften und die Funktion des Höchststimmrechts, AG 94, 167
- Gebundene Aktien: Vertragliche Beschränkungen der Ausübung und Übertragbarkeit von Mitgliedschaftsrechten zugunsten der AG, AG 91, 369
- Fremdfinanzierte Übernahmen – Gesellschafts- und steuerrechtliche Kriterien des Leveraged Buy-Out, DB 89, 1389
- Übernahmerversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, Beilage Nr. 12 (zu Heft Nr. 29), DB 1988, 1
- Paefgen, Thomas Christian Kein Gift ohne Gegengift: Sortimentserweiterung in der Bereitschaftsapotheke gegen idiosynkratische Unternehmenskontrollwechsel – Statutarische Gestaltungsmöglichkeiten zur Herstellung der Waffengleichheit im Übernahmekampf, AG 91, 189
- Palandt / [Bearbeiter] Bürgerliches Gesetzbuch - BGB -mit Einführungsgesetz, Gesetz zur Regelung des Rechts der AGB, Gesetz über den Widerruf von Haustürgeschäften, Miethöhegesetz, Produkthaftungsgesetz, ErbbaurechtsVO, WEG, Ehegesetz, HausratsVO, 60. A., München 2001

- Peltzer, Martin Die Abschaffung von Mehrstimmrechten und Stimmrechtsbeschränkungen, AG Sonderheft August 1997, 90
- Hostile takeovers in der Bundesrepublik Deutschland? – Möglichkeiten und Hindernisse, ZIP 89, 69
- Prophylaktische Verteidigungsmaßnahmen gegen unerwünschte Übernahmeveruche, ZfgK 88, 577
- Von Räuubern, weißen Rittern und Jungfrauen – die Taktiken der amerikanischen takeovers, ZfgK 86, 291
- Rechtliche Problematik der Finanzierung des Unternehmenskaufs beim MBO, DB 87, 973
- Die Rolle der Banken bei Unternehmensveräußerungen, ZIP 91, 485
- Die Vertretung der Aktionäre in Hauptversammlungen von Publikumsgesellschaften, AG 96, 26
- Übernahmeangebote nach künftigem Europa-Recht und dessen Umsetzung in deutsches Recht, in: Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer (Hrsg.), Übernahmeangebote, S. 179 ff.
- Der Kommissionsentwurf für eine 13. Richtlinie über Übernahmeangebote v. 7.2.1996, AG 97, 145
- Peltzer, Oliver Die Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Lichte der historischen Erfahrungen, WM 98, 322
- Pfeiffer, Hermannus Die Macht der Banken und die Fakten, Die Bank 1987, 270
- Picot, Gerhardt Mergers & Acquisitions optimal managen (12-teilige Serie, hrsg. von Gerhard Picot), Teil 1: Fusionseuphorie oder Überlebensstrategie, Handelsblatt v. 19./20.2.99, S. K 3
- Unternehmenskauf und Restrukturierung, 2.A., München 1998
- Picot, Gerhardt / Edelkötter, Frank Mergers & Acquisitions optimal managen (12-teilige Serie, hrsg. von Gerhard Picot), Teil 9: Unternehmenswertorientierte Vergütungsmodelle, Handelsblatt v. 25./26.6.99, S. K 3
- Picot, Gerhard / Jansen, Dieter E. Mergers & Acquisitions optimal managen (12-teilige Serie, hrsg. von Gerhard Picot), Teil 4: „Greed and Fear“ – Von Wertungen und Preisungen, Handelsblatt v. 16./17.4.99, S. K 3

- Picot, Gerhard /
Land, Volker
Mergers & Acquisitions optimal managen (12-teilige Serie, hrsg. von Gerhard Picot), Teil 11: Going Public, Handelsblatt v. 23./24.7.99, S. K 3
- Piepenburg, Manfred
Sind die Vorschriften zum Rückkauf eigener Aktien noch zeitgemäß?, BB 96, 2582
- Potthoff, Erich /
Trescher, Karl
Das Aufsichtsratsmitglied – Ein Handbuch für seine Aufgaben, Rechte und Pflichten, 4.A., Stuttgart 1999
- Pöttsch, Thorsten /
Möller, Andreas
Das künftige Übernahmerecht – Der Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zu einem Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen und der gemeinsame Standpunkt des Rates zur europäischen Übernahmerrichtlinie, WM 00, Sonderbeilage Nr. 2, 1ff.
- Prentice, D.D.
Regulation of Takeover Bids in the United Kingdom in Kreuzer, Karl (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Baden-Baden 1992
- Quack, Karlheinz
Die Schaffung genehmigten Kapitals unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktionäre – Besprechung der Entscheidung BGHZ 83, 319 ff., ZGR 83, 257
- Rams, Andreas
Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, Die Bank 97, 216
- Rasch, Harold
Depotstimmrecht und Beteiligungsmacht, NJW 76, 501
- Rehbinder, Eckard
Zum konzernrechtlichen Schutz der Aktionäre einer Obergesellschaft – Besprechung der Entscheidung BGHZ 83, 122 („Holzmüller“), ZGR 83, 92
- Reul, Jürgen
Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Tübingen 1991
- Übernahmeangebote in der ökonomischen Analyse – Zur Kritik des aktuellen Richtlinienvorschlages der EG in: Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 1990, Stuttgart u.a., 1991, S. 11 ff.
- Riehmer, Klaus /
Schröder, Oliver
Der Entwurf des Übernahmegesetzes im Lichte von Vodafone / Mannesmann, NZG 00, 820
- Rock, Hermann
Der AGF/AMB-Deal: Die Vinkulierte Namensaktie als Abwehrinstrument, M&A-Review 92, 167

- Rock, Hermann Neues zur Poison Pill – Das Siemens-Urteil des BGH, M&A-Review 97, 551
- Die Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts im Rahmen eines Genehmigten Kapitals – Der Fall „Siemens“, M&A-Review 92, 321
- Röhrich Martina Hostile Tender Offers aus wettbewerbspolitischer Sicht – Eine theoretische und empirische Integration der Erkenntnisse über den Markt für Unternehmenskontrolle in die Wettbewerbspolitik, WuW 92, 718
- Gleichbehandlungspflicht bei Kontrollakquisitionen: Eine Analyse der dreizehnten EG-Richtlinie aus ökonomischer Sicht, RIW 93, 93
- Roos, Michael Der neue Vorschlag für eine EG-Übernahme-Richtlinie, WM 96, 2177
- Rosen von, Rüdiger Chancengemeinschaft – Deutschland braucht die Aktie, München, 1997
- Investor Relations im Internet – Internet-Angebote börsennotierter Unternehmen im Vergleich, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 11, 2. A., Frankfurt am Main 2000
- Die Repräsentanz der Streubesitzaktionäre in der Hauptversammlung deutscher Aktiengesellschaften, in: Corporate Governance – Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht (Hrsg.: Feddersen, D. / Hommelhoff, P. / Schneider, Uwe H.), Köln 1996
- Rosen von, Rüdiger / Bednarczuk, Piotr (Hrsg.) Beteiligungssysteme für breite Mitarbeiterkreise – Ergebnisse einer Umfrage, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 13, Frankfurt am Main 2001
- Rosen von, Rüdiger / Helm, Leonhard Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft, AG 96, 434
- Rosen, von Rüdiger / Seifert, Werner (Hrsg.) Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Frankfurt 1999
- Rösler, Patrick Der Begriff der marktbeherrschenden Stellung in der europäischen Fusionskontrolle, NZG 00, 857

- Roßkopf, Gabriele Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien: der City Code on Takeovers and Mergers und die dreizehnte gesellschaftsrechtliche EG-Richtlinie, Berlin 1998
- Roth, Marianne /
Zinser, Alexander Österreichisches Übernahmegesetz vom 1.1.1999: Musterregelung für das deutsche Recht?, EWS 00, 233
- Rudolph, Bernd Unveröffentlichtes Skriptum (Ludwig-Maximilians-Universität München): Wechsel der Unternehmenskontrolle und Going Private“, München 1998
- Rühland, Philipp Die Abfindung von aus der Aktiengesellschaft ausgeschlossenen Minderheitsaktionären – Ein Diskussionsbeitrag zum Entwurf eines Übernahmegesetzes vom Bundesministerium der Finanzen vom 29.6.2000, WM 00, 1884
- Rümker, Dietrich Übernahmeangebote – Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft und Abwehrmöglichkeiten, FS für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag (Hrsg. Kübler, Friedrich u.a.), S. 683-704
- Saenger, Ingo Mehrstimmrechte bei Aktiengesellschaften, ZIP 97, 1813
- Salje, Peter Feindliche Übernahmen – Gegenstrategien und Regulierung im zukünftigen europäischen Binnenmarkt, JA 90, 321 ff.
- Salzberger, Wolfgang Rezension: Flassak, Hansjörg; Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts, Bergisch Gladbach 1995, Zfbf 97, 174
- Schäfer, Frank A. Zulässigkeit und Grenzen der Kurspflege, WM 99, 1345
- Schander, Albert A. /
Lucas, Johannes H. Die Ad-hoc-Publizität im Rahmen von Übernahmehabern – Anmerkungen zu § 15 Abs. 1 WpHG, DB 97, 2109
- Schander, Axel Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 97, 1801
- Schanz, Kay-Michael Feindliche Übernahme und Strategien der Verteidigung, NZG 2000, 337
- Schiessl, Maximilian Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarkttauglich?, AG 1999, 442
- Neue Erfahrungen mit Unternehmenskäufen und Unternehmensübernahmen in den USA, RIW 88, 522

- Schilling, Wolf Ulrich Shareholder Value und Aktiengesetz, BB 97, 373
- Takeover, Treuepflicht & Shareholder Value – Einige Anmerkungen zu dem Übernahmeversuch Krupp-Hoesch/Thyssen, BB 97, 1909
- Schmid, Frank A. Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur, ZfB 97, 67
- Schmidt, Karsten Gesellschaftsrecht – Das gesamte Recht der Gesellschaften und Verbände, 3. A., Köln u.a. 1997
- „Altes“ und „neues“ Kartellverbot – Kontinuität statt Umbruch durch die Neufassung des § 1 GWB, AG 98, 551
- Schneider Uwe H. /
Burgard, Ulrich Übernahmeangebote und Konzerngründung – Zum Verhältnis von Übernahmerecht, Gesellschaftsrecht und Konzernrecht, DB 01, 963
- Schneider, Uwe H. Gesetzliches Verbot für Stimmrechtsbeschränkungen bei der Aktiengesellschaft? – Zugleich ein Beitrag zur statutarischen Konzernbegründungsklausel bei der abhängigen Aktiengesellschaft, AG 90, 56
- Schrötter, Hans Jörg Die kapitalbezogene Struktur der Aktiengesellschaft als magische Grenze aktienrechtlichen Überfremdungsschutzes, ZRP 76, 241
- Schulte, Josef L. Änderungen der Fusionskontrolle durch die 6. GWB-Novelle, AG 98, 297
- Schuster, Gunnar Der neue Vorschlag für eine EG-Takeover-Richtlinie und seine Auswirkungen auf den Übernahmekodex, EuZW 97, 237
- Schuster, Stephan Neue Regeln für Übernahmen, Die Bank 95, 609
- Schuster, Stephan /
Zschocke, Christian Übernahmerecht – Texte und Erläuterungen zum deutschen Übernahmekodex sowie zum Übernahmerecht der Europäischen Union, der Schweiz und des Vereinigten Königreiches, Frankfurt a.M. 1996 (mit Supplement 1998)
- Schwarz, Günter Christian Europäisches Gesellschaftsrecht, Baden-Baden 2000
- Schwegmann, Vinzenz /
Pfaffenberger, Werner C. Möglichkeiten und Grenzen von Abwehrmaßnahmen der Verwaltung gegen feindliche Übernahmeangebote, DBW 91, 561
- Seibert, Ulrich Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich – Der Referentenentwurf zur Aktienrechtsnovelle –, WM 97, 1

- Seifert, Werner /
Rosen, von Rüdiger (Hrsg.) Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Frankfurt 1999
- Semler, Johannes Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft: die Leitungsaufgabe des Vorstandes und die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, 2. A., Köln et al.
- Siems, Mathias Der RegE für ein Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (NaStraG), NZG 00, 626
- Sievekings, Johann Peter /
Technau, Konstantin Das Problem sogenannter „disponibler Stimmrechte“ zur Umgehung der Vinkulierung von Namensaktien, AG 89, 17
- Skog, Rolf Der Erwerb eigener Aktien: Reformbestrebungen in den EU-Mitgliedstaaten, ZGR 97, 306
- Steffenhagen, Hartwig Marketing: eine Einführung, 4. A., Stuttgart, Berlin, Köln 2000
- Steinmann, Horst /
Gerum Elmar Unternehmenspolitik in der Mitbestimmten Unternehmung – Empirische Befunde zum Einfluß des Aufsichtsrates von Aktiengesellschaften, AG 80, 1
- Stern, Elisabeth Übernahmeangebote im englischen Recht – The City Code on Takeovers and Mergers in: Doralt, Peter / Nowotny, Christian / Schauer, Martin (Hrsg.), Takeover-Recht, Wien 1997
- Stoll, Jutta Rechtliche Aspekte von feindlichen Übernahmen von Aktiengesellschaften, BB 89, 301
- Strenger, Christian Das deutsche Übernahmegesetz – Ausgewogenheit zwischen Unternehmens- und Anlegerinteressen als Pflichtprogramm, WM 00, 952
- Sünner, Eckart Zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen in Deutschland, Festschrift für K.-H. Quack zum 65. Geburtstag (Hrsg. Westermann, Harm Peter; Rosener Wolfgang), S. 457 ff.
- Take-overs, made in USA, AG 87, 276
- Terbrack, Christoph /
Wermeckes Bernd Mehrstimmrechte bei Aktiengesellschaften – Ein Überblick aus aktuellem Anlaß, DZWIR 98, 186
- Thoma, Georg F. Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZIP 96, 1725
- Timm, Wolfram Hauptversammlungskompetenzen und Aktionärsrechte in der Konzernspitze, AG 80, 172

- Timm, Wolfram Der Bezugsrechtsausschluß beim genehmigten Kapital, DB 82, 211
- Uhlenbruck, Dirk Der Schutz von Familien-Aktiengesellschaften gegen das Eindringen unerwünschter Aktionäre, DB 67, 1927
- Utzig, Siegfried Feindliche Übernahmen – der Acker wandert zum besseren Wirt, Die Bank 97, 430
- Venrooy van, Gerd J. Berichtspflicht des Vorstands beim genehmigten Kapital, DB 82, 735
- Vetter, Eberhard Squeeze-out in Deutschland – Anmerkungen zum Diskussionsentwurf eines gesetzlichen Ausschlusses von Minderheitsaktionären, ZIP 00, 1817
- Volhard, Rüdiger „Siemens/Nold“: Die Quittung, AG 98, 397
- Wagner, Oliver Standstill Agreements bei feindlichen Übernahmen nach US-amerikanischem und deutschem Recht, Frankfurt et al. 2000
- Walter, Norbert / von Rosen, Rüdiger (Eds.) German Financial Markets, Cambridge, 1995
- Wastl, Ulrich Der Handel mit größeren Aktienpaketen börsennotierter Unternehmen – Eine Bestandsaufnahme aus primär aktien-, börsen- und kapitalmarktrechtlicher Sicht, NZG 00, 505
- Erwerb eigener Aktien nach dem Referentenentwurf zur Änderung des AktG und des HGB, DB 97, 461
- Wastl, Ulrich / Wagner, Franz Wechselseitige Beteiligungen im Aktienrecht – eine aktuelle und kritische Bestandsaufnahme, AG 97, 241
- Weber, Martin Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt, NZG 00, 113
- Weickart, Nicolaus-Jürgen Festung Deutschland, Manager Magazin 1989 (4, S. 129)
- Weimar, Robert / Breuer, Jürgen H. International verwendete Strategien der Abwehr feindlicher Übernahmeversuche im Spiegel des deutschen Aktienrechts, BB 91, 2309
- Weisgerber, Thomas Der Übernahmekodex in der Praxis, ZHR 97, 421
- Weisner, Arndt Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht, Hamburg 1999
- Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Unternehmensübernahmen, ZRP 00, 521

- Weisser, Ralf D. Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, Konstanz 1993
- Wenger, Ekkehard Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997 von Prof. Dr. Ekkehard Wenger, AG Sonderheft August 1997, 57
- Werder, Axel Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, ZGR 98, 69
- Werner, Winfried Probleme „feindlicher“ Übernahmeangebote im Aktienrecht, Berlin 1989
- Werner, Winfried Einführung des Höchststimmrechts durch nachträgliche Satzungsänderung, AG 75, 176
- Westermann, Harm Peter Organzuständigkeit bei Bildung, Erweiterung und Umorganisation des Konzerns, ZGR 84, 352
- Wiedemann, Herbert Grundfragen der Unternehmensverfassung, ZGR 75, 385
- Wiese, Götz Tobias Erwerb eigener Aktien und Handel in eigenen Aktien, DB 98, 609
- Wiesner, Peter M. in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4: Aktiengesellschaft, 2. A., München 1999
- Wirth, Gerhard Vinkulierte Namensaktien: Ermessen des Vorstandes bei der Zustimmung zur Übertragung. Ein Instrument zur Abwehr feindlicher Übernahmen?, DB 92, 617
- Wirth, Gerhard / Weiler, Lothar Änderung des Übernahmekodex ab 1.1.1998: Das erweiterte Pflichtangebot, DB 98, 117
- Witt, Carl-Heinz Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, Köln et al. 1996
- Der neue Vorschlag für eine EG-Richtlinie über Übernahmeangebote, EWS 98, 318
- Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ – unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes, NZG 00, 809
- Vorschlag für eine Zusammenfügung der §§ 21 ff. WpHG und des § 20 AktG zu einem einzigen Regelungskomplex, AG 98, 171
- Witte, Jürgen Diskussionsentwurf zur Regelung von Unternehmensübernahmen: Abwehrmöglichkeiten des Vorstands der Zielgesellschaft, BB 00, 2161

- Wittich, Georg Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland, AG 97, 1
- Wolf, Martin Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten – Neue
Entwicklungen zu Verteidigungsmaßnahmen im Spannungsfeld
zum EU-Richtlinienvorschlag, AG 98, 212
- Wöhe, Günter Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. A.
München 1993
- Wymeersch, Eddy Unternehmensführung in Westeuropa – Ein Beitrag zur Corpo-
rate Governance Diskussion, AG 1995, 299
- Das Bezugsrecht der alten Aktionäre in der Europäischen Ge-
meinschaft: eine rechtsvergleichende Untersuchung, AG 98,
382
- Zinser, Alexander Übernahmeangebote (takeover bids) im englischen und deut-
schen Recht, Frankfurt a.M. 2000
- Zöllner, Wolfgang /
Hanau, Hans Die verfassungsrechtlichen Grenzen der Beseitigung von Mehr-
stimmrechten bei Aktiengesellschaften, AG 97, 206
- Zöllner, Wolfgang /
Noack, Ulrich One share – one vote ? Stimmrecht und Kapitalbeteiligung bei
der Aktiengesellschaft, AG 91, 117

