



Martin-Luther-Universität
Halle-Wittenberg



Arbeitspapiere aus dem Institut für Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von:
Prof. Dr. Christian Tietje und
Prof. Dr. Gerhard Kraft

Gerhard Kraft/Manfred Jäger/
Anja Dreiling

Abwehrmaßnahmen gegen feindliche
Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer
Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit

Februar 2003

Heft 11

**Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen
im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und
ökonomischer Sinnhaftigkeit**

Von

Gerhard Kraft, Manfred Jäger & Anja Dreiling

Institut für Wirtschaftsrecht
Juristische Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Prof. Dr. Gerhard Kraft, Wirtschaftsprüfer/Steuerberater, ist Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftliche Steuerlehre an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät und Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht der Juristischen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Dr. Manfred Jäger ist wissenschaftlicher Assistent an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität. Er ist verantwortlich für das Forschungsprojekt „Finanzmarktinnovationen und Finanzmarktinstitutionen als Folge unvollkommener und unvollständiger Märkte“, das durch das Land Sachsen-Anhalt gefördert wird.

Anja Dreiling ist Studentin der Betriebswirtschaftslehre an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg. Im Jahr 2002 arbeitete sie im Forschungsprojekt „Finanzmarktinnovationen und Finanzmarktinstitutionen als Folge unvollkommener und unvollständiger Märkte“ mit.

Christian Tietje/Gerhard Kraft (Hrsg.), Arbeitspapiere aus dem Institut für Wirtschaftsrecht, Heft 11

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1619-5388

ISBN 3-86010-674-0

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Arbeitspapiere aus dem Institut für Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts unter der Adresse:

www.wirtschaftsrecht.uni-halle.de

Institut für Wirtschaftsrecht
Juristische Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06108 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A.	Einleitung	5
I.	Problemstellung.....	5
II.	Stand der Forschung in Theorie und Empirie.....	6
III.	Systematik von Abwehrmaßnahmen	8
B.	Präventive Abwehrstrategien	8
I.	Organisationsrechtlich zulässige Abwehrmaßnahmen	8
1.	Normative Ausgangslage	8
2.	Vinkulierung von Aktien	9
3.	Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien i.S.d. § 139 II AktG	10
4.	Ausgabe von Arbeitnehmeraktien	11
5.	Maßnahmen zur Erschwerung der Kontrollausübung, insbesondere „staggered boards“	11
II.	Zulässige Verteuerungsmaßnahmen zum Zwecke der Abwehr	13
1.	Wechselseitige Beteiligungen (gekreuzte Beteiligungen)	13
2.	(Rück-)Erwerb eigener Aktien.....	14
3.	Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen	15
4.	Verwendung einer Sicherungs-GmbH.....	15
III.	Rechtlich problematische Maßnahmen der Abwehrprävention	16
1.	Satzungsbestimmungen.....	16
2.	Veräußerung von Vermögen, insbesondere „Crown Jewels“	16
3.	Implementierung einer Holdingstruktur.....	17
4.	Equity Carve-out.....	17
5.	Vertragliche Absprachen: Back-End-Plans, Spielarten von Poison-Debt ..	17
6.	Golden Parachutes	18
IV.	Sonderfall: Vorratsbeschlüsse nach § 33 II WpÜG	19
C.	Abwehrmaßnahmen nach Veröffentlichung der Ankündigung eines Angebots	23
I.	Der Grundsatz des Behinderungs- und Vereitelungsverbots nach § 33 I S. 1 WpÜG	23
II.	Stellungnahme zu vom Gesetzgeber des WpÜG thematisierten Maßnahmen	24
1.	Ausgabe von Aktien der Zielgesellschaft.....	24
2.	Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft	25
3.	Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen.....	26
4.	Veräußerung wesentlicher Bestandteile des Gesellschaftsvermögens.....	27
5.	Schaffung kartellrechtlicher Probleme.....	28
6.	Weitere zur Vereitelung des Übernahmeangebotes geeignete Maßnahmen.....	28

III.	Stellungnahme zu aus anderen Rechtsordnungen rezipierten Strategien	29
1.	Ausgabe von Aktien unter Bezugsrechtsausschluss	29
2.	Flip-over-Bestimmungen	30
3.	Kurzanalyse weiterer Strategien	31
IV.	Relativierungen des § 33 I S. 1 WpÜG	32
1.	Laufende Geschäfte (§ 33 I S. 2, 1. Variante WpÜG)	33
2.	White Knights: Suche nach einem konkurrierenden Angebot (§ 33 I S. 2, 2. Variante WpÜG)	34
3.	Maßnahmen mit vorheriger Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 33 I S. 2, 3. Variante WpÜG)	35
V.	Pflicht des Vorstandes zur Stellungnahme	36
D.	Zusammenfassung und Ausblick	37
	Schrifttum	38

A. Einleitung

I. Problemstellung

Dem Übernahmerecht als Bestandteil des Kapitalmarktrechts kommt eine außerordentlich weit reichende ökonomische Dimension zu. Die sinnvolle Bewältigung von Fragestellungen aus diesem Bereich erfordert die Berücksichtigung rechtspolitischer wie auch institutioneller Interdependenzen. Eine Analyse aus dem isolierten Blickwinkel nationaler Rechtsordnungen lässt sich mit empirisch beobachtbaren Entwicklungen der realen Welt nicht mehr in Einklang bringen. Es ist evident, dass (neben dem Kapitalmarktrecht) gesellschaftsrechtliche Regelungen und insbesondere das Übernahmerecht die Richtung und die Gestalt der Integration des europäischen Kapitalmarktes beeinflussen und umgekehrt die Integration des Kapitalmarktes eine Anpassung der einzelstaatlichen sowie der supranationalen Regeln erzeugt. Ob diese Entwicklung mit einem hohen Grad der Harmonisierung einhergehen wird bzw. sollte oder ob relativ viel Spielraum bei den Mitgliedstaaten verbleibt, ist offen und umstritten. Jedenfalls wird die Kapitalmarktallokation beeinflusst und Wohlfahrtseffekte induziert, so dass eine ökonomische Analyse angezeigt ist.

Die Europäische Kommission hat dem Europäischen Parlament am 02.10.2002 einen neuen Vorschlag für eine Übernehmerichtlinie zugeleitet¹. Nach dem neuen Vorschlag sollen in der Zielgesellschaft die Leitungsorgane Abwehrmaßnahmen nur mit Zustimmung der Hauptversammlung ergreifen dürfen². Eine Ausnahme besteht in der Suche nach konkurrierenden Angeboten. Die Hauptversammlung kann ihre Zustimmung erst erteilen, nachdem das Leitungsorgan der Zielgesellschaft von der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebotes informiert wurde. Demgegenüber erlaubt das WpÜG Abwehrmaßnahmen, soweit ihnen der Aufsichtsrat zustimmt und sie nicht den Interessen der Gesellschaft zuwiderlaufen. Das WpÜG sieht ferner Hauptversammlungsbeschlüsse zur Abwehr von Übernahmeangeboten vor. Eine entsprechende Ermächtigung kann für einen Zeitraum von höchstens von 18 Monaten erteilt werden.

Im Rahmen der Diskussion des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) spielten die Abwehrmaßnahmen gegen öffentliche Übernahmeangebote eine zentrale Rolle. Die Legaldefinition des § 29 I WpÜG umschreibt Übernahmeangebote als solche Angebote, die auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet sind. Maßnahmen zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen lassen sich demnach als Handlungen des Managements der Zielgesellschaft verstehen, die die Vereitelung oder Verzögerung eines (feindlichen) Kontrollerwerbs zum Gegenstand haben³. Kennzeichnend ist mithin, dass Abwehrmaßnahmen zur Erschwerung oder Verhinderung

¹ Dazu *Krause*, BB 2002, 2341-2347.

² Nach (wohl zutreffender) Einschätzung von *Bayer*, Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, 558, haben die Spitzen der deutschen Wirtschaft im Verein mit den Gewerkschaften zu dem spektakulären Scheitern der EU-Übernehmerichtlinie im Europäischen Parlament am 4.7.2001 beigetragen.

³ *Kubmer/Schilling*, BFuG 2002, 445 (446).

eines Übernahmeangebotes vorgenommen werden. Die diesen Regelungskomplex adressierende Rechtsnorm die Bestimmung des § 33 WpÜG betrat normatives, rechtspolitisches und ökonomisches Neuland. Diese Vorschrift regelt die Maßnahmen, die der Vorstand der Zielgesellschaft im Kontext einer feindlichen Übernahme vornehmen darf. Sie stand und steht im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses und der rechtspolitischen Debatte.

Bei unbefangener Lektüre scheint das WpÜG dem Management der Zielgesellschaft relativ großzügig Raum für Maßnahmen gegen eine feindliche Übernahme einzuräumen. Es ist jedoch irreführend, aus dem WpÜG allein zu schlussfolgern, dass das Management der Zielgesellschaft tatsächlich sehr frei in der Wahl von Abwehrmaßnahmen ist. Dies liegt daran, dass das deutsche Gesellschaftsrecht und insbesondere das Aktiengesetz viele Maßnahmen verbietet, die z.B. in den USA möglich sind. Dies wird im Einzelnen im Rahmen der nachstehenden Ausführungen nachzuweisen sein.

II. Stand der Forschung in Theorie und Empirie

Der Stand theoretischer und empirischer Forschung zu Abwehrmaßnahmen kann im Folgenden zwar nicht umfassend referiert werden. Jedoch lässt sich feststellen, dass die theoretische Diskussion über die Wirkung von Abwehrmaßnahmen gegenläufige Effekte dieser Maßnahmen auf den Shareholder Value indiziert. Einerseits können Abwehrmaßnahmen nämlich als Einschränkung des Wettbewerbs auf dem Markt für Unternehmenskontrolle⁴ aufgefasst werden. Dies wird dadurch hervorgerufen, dass erlaubte Abwehrmaßnahmen dem Management der potentiellen Zielgesellschaft die Möglichkeit der Verschanzung (entrenchment) bieten.⁵ Zwar kann auf diese Weise eine Übernahme nicht zwangsläufig verhindert werden. In der Realität zu beobachten waren indessen Verzögerungen und Verteuerungen, nur vereinzelt und nur in besonders gelagerten Fällen eine tatsächliche Abwehr. Zu besorgen ist, dass Abwehrmaßnahmen zu einer Aushebelung der disziplinierenden Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle führen. Eine eingeschränkte Vitalität dieses Marktes kann die Folge sein, da potentiellen Bietern Anreize genommen werden können, nach möglicherweise ineffizient geführten Unternehmen zu suchen. Diese Folge verstärkt wiederum noch die erwähnte Verschanzungswirkung der Abwehrmaßnahmen, da die Manager potentieller Zielgesellschaften dieses vorhersehen können.

Andererseits wird jedoch argumentiert, dass feindliche Übernahmen oft ökonomische Werte vernichten⁶ und ihre Verhinderung dementsprechend zu begrüßen ist. Dies wird zum einen damit begründet, dass das neue Management nicht unbedingt

⁴ Vereinzelt wird auch in der jüngsten Literatur die Existenz eines Marktes für Unternehmenskontrolle noch bestritten. Vgl. z.B. Müller, BFG 2002, 504. Indessen lässt sich der Begriff „Markt für Unternehmenskontrolle“ bereits auf die grundlegende Arbeit von Manne (1965) zurückführen. Siehe auch Wenger, in: Gerke/Steiner (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 1410-1419.

⁵ Jensen, in: Stern/Chew (eds.), The Revolution in Corporate Finance, 370-372.

⁶ Stein, Journal of Political Economy 96 (1988), 61; Shleifer/Summers, in: Auerbach (ed.), Corporate Takeovers: Causes and Consequences, *passim*; Grinblatt/Titman, Financial Markets and Corporate Strategy, 703.

vorteilhafter für die Zielgesellschaft sein muss als das alte Management. Insbesondere kann nicht ausgeschlossen werden, dass das Management der Bietergesellschaft in der Übernahme lediglich seine Interessen verfolgt.⁷ Zum anderen ist es möglich, dass die aufgrund der Abwehrmaßnahme erlangte Macht des Managements der Zielgesellschaft zu einem Anstieg der Übernahmeprämie führt. Das hat zur Folge, dass das Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft besondere Berücksichtigung findet. Es kann dann eine Umverteilung zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft erreicht werden. Somit lässt sich argumentieren, dass Abwehrmaßnahmen diese nicht zwangsläufig schädigen. Die hier nur kondensiert referierte theoretische Analyse fördert kein eindeutiges Ergebnis zu Tage. Somit bietet sich ein Blick auf empirische Studien an, wenn beurteilt werden soll, ob Abwehrmaßnahmen im Sinne der Aktionäre der Zielgesellschaft sind oder nicht.

Die empirische Untersuchung feindlicher Übernahmen bediente sich der Methodik der Ereignisstudie.⁸ In deren Rahmen wird die Wirkung der Ankündigung von Abwehrmaßnahmen auf den Aktienkurs betrachtet. Eine Veränderung des Kurses zur Zeit der Ankündigung wird als Urteil des Kapitalmarktes über die Veränderung des Shareholder Value aufgrund der Maßnahme interpretiert.⁹ Der überwiegende Teil entsprechender Analysen wurde in den USA und GB durchgeführt. Meist zeigte sich eine negative Wirkung der Ankündigung von Abwehrmaßnahmen auf den Kapitalmarktkurs.¹⁰ Das mag den Schluss zulassen, dass Abwehrmaßnahmen eine Wertvernichtung nach sich ziehen.

Indessen finden sich jedoch auch andere Ergebnisse. Eine insoweit einschlägige Studie gelangt zu positiven Effekten, deren Erklärung in der höheren Übernahmeprämie gesehen wird, die bei der Verwendung von Abwehrmaßnahmen erzielt werden kann.¹¹ Folglich kommt auch die empirische Forschung zu keinem eindeutigen Resultat.

Trotz der teilweise gegenläufigen Ergebnisse in Theorie und Empirie zeigen alle Studien übereinstimmend, dass der rechtliche Rahmen von Abwehrmaßnahmen die Handlungsalternativen des Managements der Zielgesellschaft im Kontext eines Übernahmeangebotes bestimmt.¹² Denn die Machtposition, die das Management der Zielgesellschaft durch rechtlich zulässige Abwehrmaßnahmen erhält, wirkt sich auf die Höhe der Übernahmeprämie aus. Folglich setzt die Beurteilung der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle notwendigerweise die Analyse des rechtlichen Rahmens von Abwehrmaßnahmen voraus.

⁷ Grinblatt/Titmann, *Financial Markets and Corporate Strategy*, 703.

⁸ Weston/Siu/Johnson, *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, 171-185; Campbell/Lo/MacKinley, *The Econometrics of Financial Markets*, 149-180.

⁹ Comment/Schwert, *Journal of Financial Economics* 39 (1995), 3-43.

¹⁰ Weston/Siu/Johnson, *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, 567-587.

¹¹ Comment/Schwert, *Journal of Financial Economics*, 39 (1995), 3 (37).

¹² Burkart, *Economics of Takeover Regulation*, *passim*.

III. Systematik von Abwehrmaßnahmen

Grundsätzlich lassen sich Abwehrmaßnahmen, die die Zielgesellschaft einer Unternehmensübernahme ergreifen kann, anhand einer Vielzahl von Kriterien unterscheiden. So wurde in der Literatur beispielsweise eine Einteilung nach den konkreten Zielen der vorzunehmenden Abwehrmaßnahmen vorgeschlagen.¹³ Ausgangspunkt einer Systematisierung im Rahmen der nachfolgenden Ausführungen ist der Zeitpunkt der Ankündigung eines Übernahmeangebots gem. § 10 I WpÜG. Demnach wird unterschieden zwischen Abwehrmaßnahmen, die im Vorfeld der Ankündigung eines Angebots ergriffen werden und Abwehrmaßnahmen, die erst infolge einer Angebotsankündigung vorgenommen werden.¹⁴ Der erste Fall liegt vor dem in § 10 I WpÜG genannten Zeitpunkt. Diese Einteilung ist in Teilbereichen der Konzeption des § 33 WpÜG nachempfunden. Abs. 1 dieser Bestimmung bezieht sich auf den Zeitraum nach Ankündigung des Übernahmeangebots. Die Ermächtigungskompetenz der Hauptversammlung nach Abs. 2 stellt auf den Zeitraum vor Veröffentlichung der Angebotsentscheidung ab.

B. Präventive Abwehrstrategien

I. Organisationsrechtlich zulässige Abwehrmaßnahmen

1. Normative Ausgangslage

Präventive Abwehrstrategien stellen alle Abwehrmaßnahmen dar, die im Vorfeld eines möglichen Übernahmeangebotes überhaupt ergriffen werden können. Ihre Zulässigkeit bedarf einer Klärung, ausdrücklich schließt § 33 I S. 1 WpÜG sie nicht aus.¹⁵ Fraglich ist jedoch, wie wirkungsvoll solche Maßnahmen im Zeitraum vor Eingang eines Übernahmeangebots sein können. Aus nachvollziehbaren Gründen werden sie häufig als wenig sinnvoll erachtet.¹⁶ Zum einen ist nicht auszuschließen, dass eine präventive Abwehrmaßnahmen ergreifende Gesellschaft gerade dadurch als potentieller Übernahmekandidat wahrgenommen wird bzw. sich als solcher offenbart. Zum anderen ist eine Unterbewertung der Anteile der Gesellschaft an der Börse denkbar.¹⁷

Neben den allgemeinen präventiven Abwehrstrategien stehen die in § 33 II WpÜG explizit geregelten speziellen Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung. Ihnen kommt international durch ihre Einzigartigkeit besondere Bedeutung zu¹⁸. Sie werden daher gesondert betrachtet.

Im Kontext feindlicher Übernahmen werden ein aktienrechtliches und ein wertpapierübernahmerechtliches Neutralitätsgebot unterschieden. Letzteres hat seinen

¹³ Krause, AG 2002, 133.

¹⁴ Hopt, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter, 1361 (1378 f., 1386).

¹⁵ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

¹⁶ Kirchmer, AG 1999, 481 (488).

¹⁷ *Ibid.*, 488.

¹⁸ Kiem, ZIP 2000, 1509 (1510).

Niederschlag in § 33 I S. 1 WpÜG gefunden und wird häufig auch als Behinderungs- und Vereitelungsverbot bezeichnet. Angesichts der oben entwickelten Systematik wird bei der Betrachtung präventiver Abwehrmaßnahmen nun fraglich, ob das Neutralitätsgebot des WpÜG auch auf den Zeitraum vor Abgabe eines Übernahmeangebots anzuwenden ist. Dies dürfte nur ausnahmsweise der Fall sein, etwa dann, wenn - wie in der Literatur vertreten - hinreichend Anlass für die Vermutung besteht, dass ein Übernahmeangebot unmittelbar bevorsteht.¹⁹

Außerhalb der Übernahmephase unterliegt der Vorstand der Zielgesellschaft somit nur dem aktienrechtlichen Neutralitätsgebot.²⁰ Dieses wird sowohl durch die Pflicht zur Beachtung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) als auch durch das Gebot der Fremdinteressenwahrung konkretisiert. Die Begründung des Regierungsentwurfes teilt diese Sichtweise.²¹ Ihr ist zu folgen, da jede andere Sichtweise zu einer wesentlichen Einschränkung der Flexibilität der Geschäftsleitung sowie zu Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen Abwehrmaßnahmen und allgemeinen Geschäftsführungsmaßnahmen führen würde.²²

Die präventiven Abwehrmaßnahmen, die § 33 I S. 1 WpÜG nicht explizit ausschließt, sind in ihrer Zulässigkeit teilweise umstritten. Ihren Zweck erfüllen sie ganz unterschiedlich. Aktienrechtlich gelten sie als zulässig.²³ Der Vollständigkeit halber ist hier auf eine Mindermeinung im Schrifttum hinzuweisen, wonach der Vorstand zur Vornahme von präventiven Abwehrmaßnahmen grundsätzlich die Zustimmung der Hauptversammlung benötigen soll.²⁴

2. Vinkulierung von Aktien

Die Vinkulierung von Aktien nach § 68 II AktG beschränkt die Übertragungsfähigkeit von Aktien in der Weise, dass grundsätzlich der Vorstand seine Zustimmung zur Übertragung geben muss (§ 68 II S. 2 AktG). In der Praxis dient sie vor allem dem Schutz von Familienaktiengesellschaften gegen Überfremdung²⁵. Sie kann aber auch als Präventivschutz gegen den Erwerb der Aktienmehrheit und damit verfolgte Pläne der Eingliederung in einen Konzern oder gegen feindliche Übernahmeangebote eingesetzt werden²⁶. Die Satzung kann Verweigerungsgründe bestimmen. Sofern dies erfolgt, kann die Zustimmung unter Beachtung der Interessenabwägung zwischen Gesellschaft und veräußerungswilligem Aktionär sowie dem Gleichbehandlungsgebot gem. § 53a AktG sogar ohne sachliche Rechtfertigung verweigert werden.²⁷ Allerdings wird das Gleichbehandlungsgebot hier als Ermessensgrenze des Vorstands zu Gunsten der Aktionäre gesehen.²⁸

¹⁹ *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224 (250).

²⁰ *Hopt*, ZGR 1993, 534 (560).

²¹ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

²² *Hopt*, ZGR 1993, 534 (559).

²³ *Hahn*, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften, 163.

²⁴ *Immenga*, in: Kreutzer (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, 30.

²⁵ *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 778.

²⁶ *Raiser*, Recht der Kapitalgesellschaften, 122.

²⁷ *Krause*, AG 2002, 133 (138).

²⁸ *Hopt*, ZGR 1993, 534 (564).

Die Vinkulierung von Aktien ist an die Satzungsermächtigung gekoppelt. Jedoch ist eine Vinkulierung nach dem Börsengang praktisch kaum realistisch, da gem. § 180 II AktG jeder Aktionär seine Zustimmung zu dieser Maßnahme erteilen muss. Das Zustimmungserfordernis für die Übertragung ist also grundsätzlich zur vorbeugenden Abwehr geeignet²⁹ und rechtlich zulässig. Allerdings kommt es durch vinkulierte Aktien oft zu Kursverlusten aufgrund der eingeschränkten Verkehrsfähigkeit, wodurch sich der Anwendungsbereich für Publikumsgesellschaften limitiert.³⁰

Zu beachten ist, dass aufgrund der Zustimmungsverweigerung i.S.v. § 68 II AktG zwar nicht die Möglichkeit besteht, die Aktie dinglich zu übertragen, aber dennoch Abstimmungsverpflichtungen oder Stimmrechtsvollmachten nach § 134 III AktG zugunsten des Bieters getroffen werden können.³¹ Letztlich ist auch zu beachten, dass ein zustimmungsermächtigter Vorstand unter Einfluss des Bieters stehen kann oder auch eigene Vorteile in der Übernahme sieht und somit die Vinkulierung als Abwehrmaßnahme in einer solchen Konstellation ungeeignet ist.³²

3. Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien i.S.d. § 139 II AktG

Diese präventive Abwehrmaßnahme wird hauptsächlich als Möglichkeit zur Erschwerung der Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft gesehen.³³ Stimmrechtslose Vorzugsaktien dürfen nach § 139 II AktG höchstens bis zur Hälfte des Grundkapitals ausgegeben werden. Vorzugsaktien können einerseits durch Umwandlung bestehender Stammaktien in stimmrechtslose Aktien geschaffen werden. Daneben ist es möglich, sie im Zuge einer Kapitalerhöhung verbunden mit der Emission neuer Aktien auszugeben. Praktisch kann sie nur durch eine Kapitalerhöhung erfolgen, da eine Umwandlung von Stammaktien in Vorzugsaktien sowohl einer Satzungsänderung, der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre und nach h.M. auch der mehrheitlichen Zustimmung der nicht betroffenen Aktionäre bedarf.³⁴ Die Zustimmung dieser Aktionärsgruppe ist jedoch in der Praxis nicht zu erlangen.³⁵ Außerdem könnte in der Ausgabe von stimmrechtslosen Aktien bei Publikumsgesellschaften eventuell sogar eine Übernahmereeichterung gesehen werden.³⁶ Denn schließlich kann bereits ein Kapitalanteil von mehr als 37,5 % eine satzungsändernde Mehrheit bilden.³⁷ Die Ausgabe von Vorzugsaktien ist heutzutage nicht mehr gebräuchlich.³⁸ Vielmehr wandeln viele Gesellschaften ihre Vorzugsaktien (wieder) in Stammaktien um.³⁹

²⁹ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 63.

³⁰ Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 159.

³¹ *Ibid.*, 160.

³² *Ibid.*, 161.

³³ Krause, AG 2002, 133 (140).

³⁴ Hüffer, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 139, Rn. 12.

³⁵ Krause, AG 2002, 133 (140).

³⁶ Hahn, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften, 206.

³⁷ Bezenberger, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, 90.

³⁸ Krause, AG 2002, 133 (140).

³⁹ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 65.

Eine der zuvor beschriebenen ähnliche Wirkung ergibt sich bei Ausgabe von Genussrechten.⁴⁰ Diese ermöglichen der Gesellschaft eine Kapitalzufuhr und gleichzeitig eine Beibehaltung des Stammaktionärkreises, da auch hier keine Verwaltungsrechte, insbesondere keine Stimmrechte, vergeben werden.⁴¹ Die Ausgabe von Genussrechten kann nach einem Hauptversammlungsbeschluss mit Dreiviertelmehrheit vom Vorstand durchgeführt werden (§§ 221 I, III AktG).

4. *Ausgabe von Arbeitnehmeraktien*

Auch diese präventive Abwehrmaßnahme bewirkt eine Beschränkung des freien Aktienbesitzes und verringert somit die Angriffschancen auf eine mögliche Zielgesellschaft. Die Schaffung von Belegschaftsaktien kann durch den vorherigen Aufkauf eigener Aktien nach § 71 I Nr. 2 AktG oder durch die Ausgabe neuer Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung nach § 192 II Nr. 3 AktG bzw. § 202 IV AktG erfolgen.⁴² Für den Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 2 AktG ist die ernstliche Absicht des Vorstands zur Ausgabe von Arbeitnehmeraktien erforderlich.⁴³ Der Bezugsrechtsausschluss bedarf bei einer Kapitalerhöhung hier keiner sachlichen Rechtfertigung.⁴⁴ Als Arbeitnehmer im Rahmen dieser Vorschrift gelten nicht nur diejenigen, die in einem gegenwärtigen Arbeitsverhältnis zu dem aktienausgebenden Unternehmen stehen, sondern es genügt auch ein früheres Arbeitsverhältnis.⁴⁵ Häufig wird die Abwehrwirkung verstärkt durch eine vertraglich vereinbarte Sperrfrist, in der eine Veräußerung der Aktien durch den Arbeitnehmer nicht möglich ist⁴⁶ oder durch eine Verpflichtung, die Aktien nur an andere Arbeitnehmer der Zielgesellschaft weiter zu übertragen.⁴⁷ Die Ausgabe von Belegschaftsaktien wird durch § 71 II S. 1 AktG auf 10 % des Grundkapitals begrenzt, so dass eine bedeutende Abwehrwirkung nur i.V.m. weiterer präventiver Abwehrmaßnahmen erreicht werden kann.

5. *Maßnahmen zur Erschwerung der Kontrollausübung, insbesondere „staggered boards“*

Grundsätzlich kann es auch Ziel einer Übernahmeprophylaxe sein, dem Bieter nach erfolgreichem Angebot die Kontrollausübung über die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft möglichst zu erschweren.⁴⁸ Dafür kann es durchaus sinnvoll sein, die Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern gem. § 103 I S. 3 AktG an einen mehrheitlichen oder sogar 75 % überschreitenden Stimmenanteil und/oder an zusätzliche Er-

⁴⁰ Krause, AG 2002, 133 (141).

⁴¹ Hüffer, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 221, Rn. 26.

⁴² Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 178.

⁴³ Hüffer, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 71, Rn. 13.

⁴⁴ OLG Stuttgart, AG 2001, 540 (540 f.).

⁴⁵ Hüffer, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 71, Rn. 12.

⁴⁶ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 71.

⁴⁷ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien, 124.

⁴⁸ Krause, AG 2002, 133 (140).

fordernisse zu binden. Diese Maßnahme eignet sich durchaus zur Abschreckung potentieller Übernehmer, da so die vorzeitige Abberufung des Aufsichtsrates von einer qualifizierten Zustimmung abhängig gemacht werden kann.⁴⁹

Um eine mögliche Übernahme zu verzögern, bietet sich auch eine Staffelung der Amtszeiten der Aufsichtsratsmitglieder und der Vorstandsmitglieder („Staggered-board-Bestimmungen“) als sinnvoll an.⁵⁰ Grundsätzlich beträgt die Amtszeit von Aufsichtsratsmitgliedern fünf Jahre (§ 102 I AktG). Allerdings obliegt es der Hauptversammlung, die einzelnen Aufsichtsratsmitglieder für kürzere und unterschiedliche Zeiträume zu benennen (§ 101 I i.V.m. § 103 I AktG). Wird diese Möglichkeit genutzt, endet auf jeder Hauptversammlung die Amtszeit nur für einen Teil des Aufsichtsrates. Das bedeutet, dass ein Übernehmer auf einer Hauptversammlung nicht den gesamten Aufsichtsrat abberufen kann.

Zusätzlich ist es möglich, in den Grenzen des § 95 AktG, die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder zu beschränken.⁵¹ Da allerdings gem. § 101 I AktG die Aufsichtsratsmitglieder ohne wichtigen Grund abgewählt werden können, ist bei dieser Maßnahme wohl die Verknüpfung mit der genannten Veränderung der Mehrheitserfordernisse sinnvoll. Entsprechendes gilt auch für den Vorstand, so dass sich ein Übernehmer, unabhängig vom angestrebten Übernahmzeitpunkt immer für eine gewisse Zeit mit einer bestimmten Verwaltungskonstellation abfinden muss. Dieser wurde nicht allein von ihm zusammengestellt. Somit ist der Bieter für eine ihm genehme Auswechslung der Verwaltung der Zielgesellschaft auf die vorzeitige Beendigung der Amtszeiten angewiesen.⁵²

Eine zeitliche Verzögerung einer Übernahme kann ebenso mit Hilfe von Entsendungsrechten nach § 101 II AktG erreicht werden. Dadurch kann das Stimmenverhältnis im Aufsichtsrat weitgehend unverändert bleiben, obwohl die Mehrheitsverhältnisse der Gesellschaft bereits zugunsten des Übernehmers verändert sind.⁵³ Da das Entsendungsrecht ein Sonderrecht i.S.d. § 35 BGB ist, kann es dem Berechtigten nur durch Satzungsänderung und seine Zustimmung wieder entzogen werden.⁵⁴ Auch diese Maßnahme ist durch § 101 II S. 4 AktG auf höchstens ein Drittel der Aufsichtsratsmitglieder der Aktionäre begrenzt. Dies soll eine Dominanz im Aufsichtsrat von Aktionären ohne entsprechenden Aktienbesitz verhindern.⁵⁵ Auch durch die Möglichkeit, die erforderlichen Mehrheiten gem. § 133 II AktG für die Aufsichtsratswahl zu verändern, kann eine Übernahme zumindest erschwert werden.⁵⁶

Ebenso gibt es nach § 100 IV AktG die Möglichkeit, persönliche Voraussetzungen für Aufsichtsratsmitglieder zu fordern. Allerdings darf die Auswahlbeschränkung

⁴⁹ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 80.

⁵⁰ Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 17.

⁵¹ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 78 f.

⁵² Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 173.

⁵³ *Ibid.*, 171.

⁵⁴ Hüffer, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 101, Rn. 8.

⁵⁵ *Ibid.*, Rn. 9.

⁵⁶ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 82.

nicht einem Entsendungsrecht nahe kommen.⁵⁷ Ob auch eine Bindung des Aufsichtsrats an bestimmte Auswahlkriterien für Vorstandsmitglieder gültig ist, ist umstritten.⁵⁸ Die Abwehrwirkung festgelegter Voraussetzungen für Aufsichtsratsmitglieder - und sofern diese auch für Vorstandsmitglieder verbindlich sind - gilt allerdings als sehr beschränkt.⁵⁹

Gesellschaften mit kleinem Aktionärskreis können außerdem verschiedene Gattungen von Stammaktien schaffen. Dies ist gem. § 11 AktG grundsätzlich zulässig. Demnach wäre es möglich z.B. eine Aktiengattung mit Entsendungsrechten zu schaffen.⁶⁰ Folglich bräuchte ein Bieter für jegliche Kapitalmaßnahmen, die er durchführen will, einen Sonderbeschluss der Aktionäre jeder Aktiengattung gem. § 182 II AktG. Sofern der Bieter nicht von jeder Aktiengattung die Mehrheit erwerben kann, ist er mithin auf die Zustimmung anderer Aktionäre angewiesen. Dies kann durchaus eine erhebliche Behinderung für den Bieter bedeuten. Der Grund dafür, warum diese Maßnahme wohl nur für Gesellschaften mit kleinem Gesellschafterkreis geeignet ist, liegt darin, dass es für die Einführung einer neuen Aktiengattung zum einen des satzungsändernden Hauptversammlungsbeschlusses bedarf und zum anderen zusätzlich die Zustimmung jedes einzelnen Aktionärs erfordert.⁶¹

II. Zulässige Verteuerungsmaßnahmen zum Zwecke der Abwehr

1. Wechselseitige Beteiligungen (gekreuzte Beteiligungen)

Ein weiteres Abwehrinstrument kann darin bestehen, dass befreundete Gesellschaften Aktien der potentiellen Zielgesellschaft halten. Umgekehrt ist die Zielgesellschaft selbst wiederum an den befreundeten Gesellschaften beteiligt. Solche Arten von wechselseitigen Beziehungen können in vielfacher Form begründet werden – von einfachen wechselseitigen Beziehungen, über ringförmige Beteiligungen bis hin zu qualifiziert wechselseitigen Beziehungen sind zahlreiche Spielarten möglich.⁶² Durch diese Art von Gestaltungen kann der leicht zu erwerbende Streubesitz verringert und somit eine Übernahme erschwert werden.⁶³

Wichtig dabei ist, dass es nicht zu einer wechselseitigen Beteiligung gem. § 19 AktG kommt, da sonst gem. § 328 AktG ein Stimmrechtsverlust der die 25 % Marke überschreitenden Anteile eintritt. Die Aktienanzahl, die ein potentieller Bieter zur Kontrollerlangung benötigen würde, würde sich damit verringern. Somit ergäbe sich gerade ein ungewollter Effekt. Außerdem ist zu beachten, dass es im Rahmen von qualifiziert wechselseitigen Beziehungen zu Konflikten mit § 71d S. 2 AktG (Erwerb eigener Aktien durch Dritte) kommen kann. Dabei wird aber der Erwerb selbst nicht

⁵⁷ Krause, AG 2002, 133 (142).

⁵⁸ Mertens, in: Zöllner (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 76, Rn. 116.

⁵⁹ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 81 f.

⁶⁰ Krause, AG 2002, 133 (141).

⁶¹ Kraft, in: Zöllner (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 11, Rn. 37.

⁶² Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 53 ff.

⁶³ Otto, DB Sonderbeilage 12 (1988), 1 (10).

unwirksam. Vielmehr entsteht nur ein Rückgewähranspruch. Demnach muss die Frist des § 71c I bzw. II AktG eingehalten werden, damit die Aktien nicht eingezogen werden (§ 71c III AktG). Trotz der verbotswidrigen Eingehung solcher wechselseitigen Beziehungen, kann man diese in der Realität wohl nicht ausgeschlossen werden.⁶⁴

In diesem Zusammenhang ist auch die Möglichkeit der Gewinnung von Großaktionären zu nennen, die auf potentielle Bieter durchaus abschreckend zu wirken vermögen.⁶⁵ Entscheidend dürfte hierbei sein, dass der Vorstand des potentiellen Zielunternehmens das vorhandene Gesellschaftsinteresse an der Beteiligung eines Großaktionärs zeigt.

2. (Rück-)Erwerb eigener Aktien

Als Abwehrmaßnahme gegen feindliche Übernahmen wird der Rückerwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 1 AktG und nach § 71 I Nr. 8 AktG diskutiert. Diese Maßnahme verringert das Gesamtvolumen freier Aktien und erschwert somit eine mögliche Übernahme durch Dritte.⁶⁶ Ein Rückerwerb aufgrund des § 71 I Nr. 1 AktG kommt nach weitgehend übereinstimmender Ansicht zur Übernahmeabwehr nicht in Frage, da eine Übernahme keinen Schaden i.S. der Vorschrift darstellt.⁶⁷ Teilweise wird jedoch die Ansicht vertreten, dass in Extremfällen „zerstörerischer Übernahmen“ durchaus auch ein Rückkauf eigener Aktien nach § 71 I Nr. 1 AktG möglich ist.⁶⁸ Hierfür bedarf der Vorstand keiner Ermächtigung.

Grundsätzlich zur Abwehr geeignet und auch zulässig ist jedoch der Rückerwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG. Diese Vorschrift gewährt dem Vorstand den Aktienrückkauf nach vorheriger Ermächtigung durch die Hauptversammlung. Demnach müssen keine speziellen Zwecke für die Vornahme eines Rückkaufes vorliegen⁶⁹. Jedoch begrenzt § 71 II AktG den Rückkauf auf 10 % des Grundkapitals. Damit ist der Rückkauf eigener Aktien nur begrenzt als Abwehrmaßnahme geeignet und wohl nur i.V.m. weiteren präventiven Abwehrmaßnahmen wirksam. Zum anderen beinhaltet diese Maßnahme auch Gefahren, denn durch den Rückkauf kommt es nach § 71b AktG zum Verlust der Stimmrechte der zurückgekauften eigenen Aktien. Dies bedeutet gleichzeitig, dass der bereits vorhandene Einfluss von Aktionären steigt. Bereits am Unternehmen beteiligte potentielle Bieter können somit also ihre Stellung verbessern. Es besteht daher die Gefahr, dass gerade das Gegenteil der intendierten Strategie erreicht wird. Sinnvoll kann der Rückkauf eigener Aktien jedoch durch die beschriebene Wirkung sein, wenn ein „freundlicher“ Großaktionär seine Stellung dadurch verbessern kann und möglicherweise sogar – wie oben geschildert – zum abschreckenden Großaktionär wird.⁷⁰ Trotz der Einschränkung stellt der Rückerwerb eigener Aktien

⁶⁴ *Ibid.*, 10.

⁶⁵ Krause, AG 2002, 133 (138).

⁶⁶ Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 175.

⁶⁷ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 69.

⁶⁸ Salje, JA 1990, 321 (323).

⁶⁹ Kraft/Altvater, NZG 1998, 448.

⁷⁰ Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 176.

eine nicht nur in Deutschland weit verbreitete und wirksame Abwehrmaßnahme dar – nicht zuletzt auch durch die Steigerung des Börsenkurses.⁷¹

3. Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen

§ 221 I AktG ermöglicht Aktiengesellschaften die Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen. Als präventive Abwehrmaßnahme ist dies jedoch nur effektiv, wenn eine sog. Change-of-Control-Klausel in den Anleihebedingungen enthalten ist.⁷² Diese löst für den Fall eines Kontrollwechsels im Zusammenhang mit einer Übernahme eine vorzeitige Kündbarkeit und die sofortigen Rückzahlungspflicht aus.⁷³ Somit entsteht für die Zielgesellschaft ein zusätzlicher Finanzbedarf. Der Bieter kann folglich gezwungen sein, sein Übernahmeangebot auch auf diese Anleihen zu erweitern. Dies erfordert zusätzliche Finanzmittel.

Neben diesen finanziellen Barrieren, die für einen Bieter durch Wandel- oder Optionsanleihen entstehen können, ist es außerdem möglich, dass die Ausübung der vorliegenden Wandelrechte durch die Inhaber zu einer Verschiebung der Beteiligungsverhältnisse führt. Somit kann der Bieter sogar seine bereits erfolgreich erlangte Kontrollmehrheit wieder verlieren.⁷⁴ Am sichersten ließe sich diese Maßnahme wohl gestalten, wenn die Anleihen von loyalen Investoren gehalten werden.

Die Möglichkeit zur Nutzung von Change-of-Control-Klauseln ist allerdings noch in anderen Bereichen möglich, beispielsweise bei Dauerschuldverhältnissen.⁷⁵ Die Ausgestaltung dieser kann vorsehen, dass ein Kontrollwechsel eine auflösende Bedingung, eine vorzeitige Fälligkeit oder besondere Kündigungsrechte bewirkt. Dies kann einen erhöhten Liquiditätsbedarf bewirken, so dass die geplante Übernahme für den Bieter möglicherweise unattraktiv wird.⁷⁶ Da die Zulässigkeit solcher Klauseln allerdings nicht eindeutig geklärt zu sein scheint, dürfen Change-of-Control-Klauseln nur verwendet werden, solange ein schützenswertes Interesse damit verfolgt wird. Dabei gilt die Abwehr eines möglichen Übernahmeversuches gerade nicht als solches.⁷⁷

4. Verwendung einer Sicherungs-GmbH

Weiterhin möglich, aber in vielerlei Hinsicht problematisch, ist die Gründung einer sog. Sicherungs-GmbH.⁷⁸ Eine solche wird von mehreren Aktiengesellschaften mit dem Zweck gegründet, im Falle eines Übernahmeangebotes an einen der Gesellschafter, aus den Gesellschaftsmitteln ein Gegenangebot abzugeben.⁷⁹ Ziel dessen ist es, die

⁷¹ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 53.

⁷² *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 66.

⁷³ *Ibid.*, Rn. 66.

⁷⁴ *Ibid.*, Rn. 66.

⁷⁵ *Krause*, AG 2002, 133 (143).

⁷⁶ *Ibid.*, 143.

⁷⁷ *Hopt*, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter, 1361 (1400).

⁷⁸ *Krause*, AG 2002, 133 (139).

⁷⁹ *Sünner*, in: Westermann/Rosener (Hrsg.), Festschrift für Karlheinz Quack, 457 (469).

Übernahme ganz zu vereiteln oder aber so zu verteuern, dass sie unattraktiv wird. Inwieweit diese Maßnahme allerdings tatsächlich zur Abwehr eines Übernahmeangebots geeignet ist, bleibt fraglich. Schließlich benötigt die GmbH genügend Kapital, welches von den beteiligten Gesellschaften aufzubringen ist.

Außerdem muss die Beteiligung an der Sicherungs-GmbH vom Unternehmensgegenstand der Aktiengesellschaften gedeckt sein. Dies kann in Einzelfällen zwar durch die Förderklausel möglich sein, allerdings ist eine grundsätzliche Problematik nicht auszuschließen.⁸⁰ Zuletzt ist natürlich auch hier zu beachten, dass ein Konflikt mit § 71d AktG (Erwerb eigener Aktien durch Dritte) auftreten kann.⁸¹

III. Rechtlich problematische Maßnahmen der Abwehrprävention

1. Satzungsbestimmungen

Neben den skizzierten sind weitere Maßnahmen denkbar, die geeignet wären, Übernahmen zu verhindern. Indessen sind sie rechtlich teilweise nicht zulässig, zumindest jedoch problematisch. Dazu zählt eine Satzungsvorschrift, die Erwerbsverbote für bestimmte Personen enthält. Eine solche Klausel würde gegen den Grundsatz der freien Übertragbarkeit von Aktien verstoßen.⁸² Aus vorgenanntem Grunde ist die Festlegung von Ankaufs- oder Vorkaufsrechten in der Satzung und die Zwangseinziehung von Aktien ebenso unzulässig.⁸³ Seit der Neuregelung des AktG durch das KonTraG sind ebenfalls die Nutzung von Stimmrechtsbeschränkungen durch Höchststimmrechte oder die Nutzung von Mehrstimmrechten (§ 12 AktG) unzulässig.⁸⁴ Denkbar wäre es wohl auch, die Einbeziehung der Gesellschaft in einen Konzern von der Zustimmung der Hauptversammlung abhängig zu machen. Dies ist jedoch nach der Rechtsprechung des BGH nicht möglich.⁸⁵

2. Veräußerung von Vermögen, insbesondere „Crown Jewels“

Als Abwehrmaßnahme unzulässig ist auch die Veräußerung von wesentlichen Bestandteilen, so dass das Unternehmen für einen potentiellen Bieter unattraktiv wird.⁸⁶ Dabei besteht allerdings die Schwierigkeit der Abgrenzung zwischen normaler Geschäftstätigkeit und Abwehrmaßnahme. Solange folglich eine Maßnahme nicht Verteidigungszwecken dient und § 33 I S. 2 WpÜG bzw. § 33 II WpÜG genügt, ist es unbedeutend, ob es sich z.B. um einen Verkauf oder Ankauf von Betriebsteilen oder Ähnlichem („Crown-Jewels“) handelt. Die Maßnahme ist nur zulässig, wenn diese beiden Voraussetzungen erfüllt sind, selbst wenn sie sich negativ auf ein potentielles

⁸⁰ *Ibid.*, 473.

⁸¹ *Krause*, AG 2002, 133 (139).

⁸² *Ibid.*, 137; *Lutter*, in: Zöllner (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 68, Rn. 27.

⁸³ *Krause*, AG 2002, 133 (137 f.); *Henze*, in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), AktG, Großkommentar, § 54, Rn. 47.

⁸⁴ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 72.

⁸⁵ BGHZ 119, 1 (7).

⁸⁶ *Krause*, AG 2002, 133 (142).

Angebot auswirkt.⁸⁷ Zur Vermeidung von Pflichtwidrigkeiten⁸⁸ sollte diese sorgfältig und unter Beachtung des Gesellschaftsinteresses sowie im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit durchgeführt werden. Was dabei zu den laufenden Geschäften zählt, ist selbstverständlich je nach Branche und Größe des Unternehmens unterschiedlich. Die Bedeutung dieser Abwehrmaßnahme liegt auch und vor allem im Zeitraum nach Veröffentlichung einer Angebotsankündigung.

3. *Implementierung einer Holdingstruktur*

Gliedert ein Unternehmen Unternehmensteile zwecks Errichtung einer Holdingstruktur aus, dann kann dies zur Abwehr von feindlichen Übernahmen durchaus sinnvoll sein. Voraussetzung ist, dass gleichzeitig an befreundete Unternehmen für die ausgegliederten Tochtergesellschaften Kaufoptionen nur für den Fall eines feindlichen Übernahmeangebotes vergeben werden („Asset lock-up“). Die Gewährung einer solchen Option bedarf jedoch der Zustimmung der Hauptversammlung und ist demnach nur im Rahmen von § 33 I S. 2 WpÜG bzw. § 33 II WpÜG zulässig.⁸⁹

4. *Equity Carve-out*

Auch der Börsengang „schöner“ bzw. "schön gemachter" Tochtergesellschaften („Equity Carve-out“) ist nur zulässig, sofern dies im Unternehmensinteresse liegt und nicht Abwehrzwecken dient. Er muss zu den laufenden Geschäften zählen. Gerade in den letzten Jahren haben häufig große Publikumsgesellschaften (Siemens, Commerzbank, Deutsche Telekom AG) ganze Unternehmenssparten an die Börse geführt (Infineon AG, Comdirect Bank AG, T-Online International AG).⁹⁰ Darin war indessen nicht grundsätzlich ein Übernahme verhindernder „Equity Carve-out“ zu sehen.⁹¹ Denn nicht jede Ausgliederung stellt von Unternehmensteilen eine Abwehrmaßnahme dar, sondern dient vielfach nur der Aufnahme von Eigenkapital zu Expansionszwecken.⁹²

5. *Vertragliche Absprachen: Back-End-Plans, Spielarten von Poison-Debt*

Aus den USA ist eine Vielzahl von möglichen vertraglichen Absprachen für den Übernahmefall bekannt geworden.⁹³ Bei zwei durchaus üblichen Varianten handelt es sich um so genannte „Back-End-Plans“ sowie um die Finanzierungsform mittels „Poi-

⁸⁷ *Hopt*, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter, 1361 (1391).

⁸⁸ *Ibid.*, 1391.

⁸⁹ *Krause*, AG 2002, 133 (143).

⁹⁰ *Lutter*, AG 2000, 342 (342).

⁹¹ *Krause*, AG 2002, 133 (143).

⁹² *Ibid.*, 143.

⁹³ *Hauschka/Roth*, AG 1988, 181 (193).

son-Debt“.⁹⁴ Nach den „Back-End-Plans“ wird Minderheitsaktionären die Möglichkeit eingeräumt, ihre Aktien der Gesellschaft gegen Schuldverschreibungen einzutauschen, nachdem ein Übernahmeangebot vorliegt.⁹⁵ Dieser Wechsel von Eigenkapital zu Fremdkapital bei der Zielgesellschaft bewirkt eine erhebliche Bonitätsverschlechterung.⁹⁶ Aus deutscher Optik ist die Maßnahme am Gleichbehandlungsgrundsatz zu orientieren und knüpft insoweit an die Frage der Vergleichsklassenbildung gem. Art. 3 GG an.⁹⁷

Eine solche Gruppen bildende Differenzierung hat nach den Regeln der Logik zu erfolgen und bedarf einer sachlichen, vernünftigen oder einleuchtenden Erklärung.⁹⁸ Wie auch für andere Poison Pills besteht in der Literatur Übereinstimmung dahingehend, dass es sich hierbei um einen Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz handelt. Denn hier werden grundsätzlich vergleichbare und auch gleiche Subjekte – die Aktionäre – ungleich behandelt. Mangels hinreichender Rechtfertigung ist diese Art von Abwehr somit in Deutschland nicht zulässig.⁹⁹ Außerdem kann es zu einem Verstoß gegen § 71 AktG (Erwerb eigener Aktien) kommen, wenn mehr als 10% der Aktionäre diese Option ausüben.¹⁰⁰

„Poison Debt“ kann als Fremdfinanzierungsform aufgefasst werden, bei der das Vorliegen eines feindlichen Übernahmeangebotes eine vorzeitige Fälligkeit auslöst. Diese Art von Abwehrmaßnahme ist in Deutschland nur nach § 33 I S. 2 WpÜG bzw. § 33 II WpÜG zulässig. Somit liegt ohne Zustimmung der Hauptversammlung ein Verstoß gegen § 33 I S. 1 WpÜG vor.¹⁰¹

6. Golden Parachutes

Ebenfalls in den USA gebräuchlich sind „Golden Parachutes“.¹⁰² Dabei handelt es sich um Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und deren Managern dergestalt, dass im Fall ihres Ausscheidens nach erfolgreicher Übernahme hohe – möglicherweise überhöhte – Abfindungszahlungen fällig sind.¹⁰³ Damit soll für den potentiellen Übernehmer eine zusätzliche wirtschaftliche Belastung geschaffen werden.¹⁰⁴ In Deutschland sind solche Maßnahmen nicht möglich. Zum einen entscheidet der Aufsichtsrat über die Vergütung des Vorstands (§ 87 AktG), zum anderen ist die Hauptversammlung für die Bezüge des Aufsichtsrates verantwortlich (§ 113 AktG). Damit fällt die Regelung der Bezüge des Vorstands in die Kompetenz des Aufsichtsrats. Dieser ist dafür mithin dafür verantwortlich, dass diese angemessen sind. Er kann sie bei

⁹⁴ Weimar/Breuer, BB 1991, 2309 (2315).

⁹⁵ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (190).

⁹⁶ Weimar/Breuer, BB 1991, 2309 (2316).

⁹⁷ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (190).

⁹⁸ Bleckmann, Staatsrecht II – Die Grundrechte, Art. 3, Rn. 22.

⁹⁹ Weimar/Breuer, BB 1991, 2309 (2316); Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 181.

¹⁰⁰ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (190).

¹⁰¹ Krause, AG 2002, 133 (143).

¹⁰² Michalski, AG 1997, 152 (160).

¹⁰³ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 63.

¹⁰⁴ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (192).

schlechter wirtschaftlicher Lage sogar kürzen (§ 87 II AktG). Demnach macht sich der Aufsichtsrat gegenüber der Gesellschaft schadensersatzpflichtig, wenn er dem Vorstand unangemessen hohe Bezüge gewährt (§§ 116, 93 AktG). Zu diesen zählen eben auch die sog. „Golden Parachutes“.¹⁰⁵ Zudem entstehen für den Vorstand selbst bei Empfang dieser Sonderkonditionen Schadensersatzpflichten gegenüber der Gesellschaft (§ 93 II AktG).

Hohe Abfindungszahlungen für den Aufsichtsrat dürften in Deutschland ebenso unmöglich sein. Es dürfte kaum zu erwarten sein, dass die Hauptversammlung den Aufsichtsrat zu Lasten der Gesellschaft begünstigen wird, anstatt sich selbst zusätzliche Dividenden zu gewähren.¹⁰⁶ Allerdings ist es durchaus möglich, angemessene Abfindungen und auch Ruhegehälter für Vorstandsmitglieder vorzusehen (§§ 84, 87 AktG).¹⁰⁷

IV. Sonderfall: Vorratsbeschlüsse nach § 33 II WpÜG

Der Vorratsbeschluss ist die einzige präventive Abwehrmaßnahme, die vom Gesetz explizit genannt wird.¹⁰⁸ Er bewirkt eine erste Aufweichung der Neutralitätspflicht aus § 33 I WpÜG,¹⁰⁹ seine Existenz dürfte wohl vor allem durch das Scheitern der Übernahmerichtlinie im Europäischen Parlament zu erklären sein. Inhaltlich ermächtigt die Hauptversammlung durch einen Vorratsbeschlusses den Vorstand zu Abwehrmaßnahmen, obwohl kein konkretes Übernahmeangebot vorliegt. Somit kann den Aktionären die Entscheidungsfreiheit über eine Annahme oder eine Ablehnung eines Übernahmeangebots bereits zu einem Zeitpunkt genommen¹¹⁰ werden, in dem die Konditionen eines Angebots (noch) nicht vorliegen. Deshalb werden Vorratsbeschlüsse teilweise als eine „Selbstentmündigung der Hauptversammlung“ bezeichnet.¹¹¹ Allerdings liegt es in ihrer Hand, von dieser "Selbstentmündigungskompetenz" durch Vorratsbeschluss Gebrauch zu machen. Wie noch zu zeigen sein wird, ist dieser auch an ein Mehrheitserfordernis gebunden.

Damit ist die Grundsatzfrage berührt, wie weitreichend die Ermächtigung sein kann. Die Fragestellung lässt sich dahin formulieren, inwieweit es möglich ist, jegliche Kompetenz oder nur bestimmte Kompetenzen, die gesetzlich oder auch ungeschrieben der Hauptversammlung zusteht, auf den Vorstand zu übertragen.¹¹² Die Gesetzesbegründung ist wohl dahingehend zu verstehen, dass mittels eines Vorratsbeschlusses jegliche Kompetenz übertragen werden kann, für die das AktG eine Übertragung zu-

¹⁰⁵ *Ibid.*, 192.

¹⁰⁶ *Daum*, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 194.

¹⁰⁷ *Hopt*, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter, 1361 (1389).

¹⁰⁸ *Krause*, AG 2002, 133 (136); Erstmals wurde diese Abwehrmaßnahme im Regierungsentwurf vom Juli 2001 berücksichtigt.

¹⁰⁹ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, Einleitung, Rn. 12.

¹¹⁰ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 75.

¹¹¹ *Ekkengal/Hofschoer*, DStR 2002, 768 (769).

¹¹² *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 26.

lässt.¹¹³ Dabei muss jedoch im Auge behalten werden, dass dies nur für Abwehrzwecke gilt.

Wenn der Vorstand durch § 33 II S. 1 WpÜG nur zu bestimmten Maßnahmen ermächtigt werden könnte, die nach dem gesetzlichen Leitbild gerade nicht in den Kompetenzbereich der Hauptversammlung, sondern bereits ohnehin in den des Vorstands fallen, würde diese Vorschrift womöglich ins Leere gehen.¹¹⁴ Denn schließlich kann der Vorstand solche Maßnahmen, die eben nicht allein der Hauptversammlung zustehen, schon nach § 33 I S. 2 WpÜG vornehmen.

Die besondere Gefahr dieser Kompetenzabtretung an den Vorstand ist darin zu sehen, dass dieser eigene Interessen verfolgen kann. Dies gilt in verstärktem Maße in einer Übernahmesituation. Um jedoch einer unbegrenzten Willkür des Vorstands durch diese Ermächtigung vorzubeugen, sind die vom Vorstand aufgrund der Ermächtigung in Form eines Vorratsbeschlusses ergriffenen Maßnahmen an die Zustimmung des Aufsichtsrates gebunden (§ 33 II S. 4 WpÜG). Durch Vorratsbeschlüsse wird der Vorstand zu Maßnahmen ausschließlich für den Fall eines konkreten Übernahmeangebotes ermächtigt¹¹⁵. Erfasst werden dabei auch solche Maßnahmen, die allein aufgrund ihres Zwecks zur Abwehr eines Übernahmeangebotes geeignet sind, nicht aber vom überwiegenden Unternehmensinteresse getragen werden.¹¹⁶ Die Möglichkeit von Vorratsbeschlüssen zur Ergreifung von Abwehrmaßnahmen entbindet den Vorstand gleichsam davon, die unbedingte Notwendigkeit dieser Maßnahme zu rechtfertigen. Die Ermächtigung des Vorstands stellt somit schon die vorzeitige Interessenabwägung zwischen Gesellschaft und möglicherweise veräußerungswilligem Aktionär zugunsten der Gesellschaft dar.

Das Gesetz erhebt allerdings einige Anforderungen an Vorratsbeschlüsse. Gem. § 33 II S. 1 WpÜG ist die Handlung, zu der der Vorstand ermächtigt werden soll, der Art nach zu bestimmen. Hierfür reicht eine allgemeine Umschreibung der betroffenen Maßnahme aus. Damit wird vom Regierungsentwurf aus dem Juli 2001 abgewichen, der eine konkrete Benennung der einzelnen Maßnahmen forderte. Eine Beibehaltung dieser Fassung hätte wohl bedeutet, dass das Verhalten der Zielgesellschaft infolge eines Übernahmeangebotes für einen potentiellen Bieter von vornherein berechenbar gewesen wäre und somit eine Übernahme trotz der Abwehrmaßnahme dann gerade erfolgreich sein könnte.¹¹⁷ Außerdem bestünde dann womöglich für den Vorstand der Zielgesellschaft nicht die Möglichkeit, durch Verhandlungen mit mehreren potentiellen Erwerbern den Preis zu steigern.¹¹⁸ § 33 II S. 1 WpÜG schließt allerdings auch nicht aus, dass die Hauptversammlung dem Vorstand nähere Vorgaben für die durchzuführende Abwehrmaßnahme macht.¹¹⁹ Dies kann der Hauptversammlung nämlich auch die Sicherheit bringen, dass möglicherweise unerwünschte Handlungen unter-

¹¹³ *Ibid.*, Rn. 26; Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 53.

¹¹⁴ *Krause*, AG 2002, 133 (137); *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 26 ff.

¹¹⁵ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 37.

¹¹⁶ *Ibid.*, Rn. 75.

¹¹⁷ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 32.

¹¹⁸ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 76.

¹¹⁹ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58 f.

bleiben.¹²⁰ Ebenso kann die Hauptversammlung den Vorstand auch zu einer Reihe von Abwehrmaßnahmen ermächtigen, etwa in Form eines Maßnahmenkatalogs, solange jede einzelne Maßnahme der Art nach bestimmt ist.¹²¹ Unzulässig ist jedoch eine reine Blankettermächtigung.¹²² Im Ermächtigungsbeschluss ist ausdrücklich zu nennen, dass Zweck der Maßnahme die Abwehr eines Übernahmeangebotes ist.¹²³

Nach § 33 II S. 2 WpÜG kann die Ermächtigung nur für höchstens 18 Monate erteilt werden. Zu beachten ist, dass die Frist im Beschluss konkret benannt werden muss, da bei Fehlen dieser nicht automatisch auf die Höchstfrist zurückgegriffen werden kann.¹²⁴ Eine unbestimmte Angabe oder eine Verweisung auf diese Vorschrift reichen nicht aus.¹²⁵ Erfolgt keine oder eine ungenaue Fristangabe, ist die Ermächtigung nach § 241 Nr. 3 AktG nichtig. Fristbeginn ist der Tag der Beschlussfassung. Ausübungszeitpunkt ist der Zeitpunkt der Vorstandsentscheidung über die Ergreifung der Maßnahme.¹²⁶ Die Frist bewirkt, dass sich die Hauptversammlung regelmäßig auf ihrer jährlichen ordentlichen Hauptversammlung mit dem Thema beschäftigen muss.¹²⁷ Nicht zu vergessen ist, dass auch ein potentieller Bieter diese Tatsache kennt. Somit hätte er die Möglichkeit, durch das Erwerben einer Sperrminorität solche Vorratsbeschlüsse möglicherweise zu verhindern.

Für den Ermächtigungsbeschluss bedarf es nach § 33 II S. 3 WpÜG einer Mehrheit von drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals. Diese erforderliche Mehrheit kann durch die Satzung erhöht werden. Die Ausübung der Ermächtigung durch den Vorstand bedarf nach § 33 II S. 4 WpÜG zusätzlich der Genehmigung durch den Aufsichtsrat. Der Vorstand darf die Ermächtigung nur nutzen, wenn ein konkretes Übernahmeangebot vorliegt. Die Entscheidung über die Nutzung der Ermächtigung hat der Vorstand im Rahmen pflichtgemäßen Ermessens zu treffen, da darin eine Geschäftsführungsmaßnahme nach aktienrechtlichen Regelungen (§ 77 AktG) zu sehen ist. Diese Daneben kann die Hauptversammlung den Vorstand im Rahmen ihrer Vorratsbeschlüsse jedoch auch verpflichten, die von ihr eingeräumten Abwehrbefugnisse zu nutzen.¹²⁸

Das Zustimmungserfordernis soll als Ausgleich dafür dienen, dass die Hauptversammlung die Ermächtigung bereits zu einem Zeitpunkt vorgenommen hat, in dem die Konditionen des Übernahmeangebots noch gar nicht vorlagen.¹²⁹ Damit stellt dieses Zustimmungserfordernis die einzelfallbezogene Kontrolle des Vorstandshandelns in einer konkreten Übernahme-situation dar. Sie ist wegen der Gefahr eigennützigem Handeln des Vorstands vorgesehen.¹³⁰ Die Bedeutung des Zustimmungserfordernis

¹²⁰ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 32.

¹²¹ *Ibid.*, Rn. 32; *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 76.

¹²² Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58 f..

¹²³ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 77.

¹²⁴ *Ibid.*, Rn. 78.

¹²⁵ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 34.

¹²⁶ *Ibid.*, Rn. 34.

¹²⁷ *Zschocke*, DB 2002, 79 (83).

¹²⁸ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 76; *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 37.

¹²⁹ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58 f.

¹³⁰ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 80.

erschließt sich wohl nur dann, wenn die Kompetenzübertragung durch einen Vorratsbeschluss - wie oben beschrieben - weit verstanden wird.¹³¹ Denn anderenfalls wäre § 33 II S. 4 WpÜG wohl kaum relevant. Denn die meisten Abwehrmaßnahmen, die nach § 33 II S. 4 WpÜG möglich wären, könnten wohl bereits nach § 33 I S. 2, 3. Variante WpÜG durchgeführt werden. Die Nutzung einer Ermächtigung nach § 33 II WpÜG schließt eine ergänzende Nutzung von Maßnahmen nach § 33 I S. 2 WpÜG keinesfalls aus.¹³² Zu beachten ist, dass für Maßnahmen nach § 33 I S. 2 WpÜG die Frist von 18 Monaten nicht gilt.

An Vorratsbeschlüssen wurde bereits heftige Kritik geübt, ihre Bedeutung für die Praxis teilweise eher gering eingeschätzt.¹³³ Zum einen rückt die dadurch notwendige jährliche Beschäftigung mit der Übernahmethematik auf der Hauptversammlung immer wieder in die Öffentlichkeit und kann das Ansehen der Gesellschaft bei Kapitalmarktteilnehmern dauerhaft schädigen.¹³⁴ Zum anderen vermag eine Vorratsbeschlussfassung dem Markt gegenüber Signale zu senden, dass sich das Unternehmen selbst als potentiellen Übernahmekandidaten ansieht.¹³⁵ Somit besteht möglicherweise die Gefahr, dass erst durch die Vorratsbeschlussfassung selbst „die bösen Geister“ geweckt werden, vor denen sich das Unternehmen eigentlich schützen wollte.¹³⁶

Zudem dürfte sich in der Praxis eine wohl absehbare Schwierigkeit hinsichtlich der Formulierung der Beschlüsse zeigen. Eine möglichst effektive Verteidigungsmaßnahme bedarf der Information darüber, wogegen sie gerichtet sein soll. Dies ist jedoch ohne das Wissen über den Bieter bzw. das Angebot selbst nicht möglich.¹³⁷ Gerade gegen einen Bieter, der die Übernahme besonders langfristig vorbereitet, hat der Einsatz von Vorratsbeschlüssen eine wohl eher geringe Abwehrchance.

Zu bedenken bleibt außerdem, dass Vorratsbeschlüsse für den Fall, dass der Bieter bereits Aktionär ist, von ihm selbst oder von ihm nahe stehenden Personen angefochten werden können.¹³⁸ Dies gilt vor allem für Ermächtigungen, die im Übernahmekampf durch eine Eil-Hauptversammlung (§ 16 IV WpÜG) beschlossen werden.¹³⁹ Auch wird von Kritikern bemerkt, dass die Attraktivität inländischer Aktiengesellschaften durch nachteilige Wirkungen von Vorratsbeschlüssen sinkt. Damit kann einhergehen, dass allein die Möglichkeit zur Vorratsbeschlussfassung die förderlichen Übernahmephantasien hemmt und somit Börsenkurse negativ beeinflusst.¹⁴⁰

¹³¹ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 38.

¹³² BegrBeschluss Finanzausschuss BT-Drucks. 14/7477, 69.

¹³³ *Krause*, NJW 2002, 705 (712).

¹³⁴ *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 768 (770).

¹³⁵ *Krause*, NJW 2002, 705 (712).

¹³⁶ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 42.

¹³⁷ *Zschocke*, DB 2002, 79 (83).

¹³⁸ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 42.

¹³⁹ Solche Ermächtigungen werden zwar von § 33 II WpÜG nicht explizit erfasst, sind aber, wie aus der historischen und systematischen Auslegung des § 33 WpÜG abzuleiten ist, zulässig. [*Krause*, NJW 2002, 705 (713)]. Außerdem steht dem keine explizite gesetzliche Regelung entgegen.

¹⁴⁰ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 42.

C. Abwehrmaßnahmen nach Veröffentlichung der Ankündigung eines Angebots

I. Der Grundsatz des Behinderungs- und Vereitelungsverbots nach § 33 I S. 1 WpÜG

§ 10 WpÜG bestimmt sowohl den Zeitpunkt als auch den Empfänger der zu veröffentlichenden Entscheidung zur Angebotsabgabe. Dabei gilt die Vorschrift nur für Übernahmeangebote und sonstige freiwillige Angebote. Bei Pflichtangeboten wird die Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes durch die Kontrollerlangung gem. § 35 I S. 1 WpÜG ersetzt.¹⁴¹ Mit der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes wird das Angebotsverfahren eingeleitet. Der Geltungsbereich des § 33 I WpÜG erstreckt sich dann gem. § 23 I S. 1 Nr. 2 WpÜG bis zum Ablauf der Annahmefrist. Folglich bezieht sich die Vorschrift nur auf Abwehrmaßnahmen, die infolge der Kenntnis eines Übernahmeangebots vorgenommen werden sollen.¹⁴² In der Literatur findet man für solche Maßnahmen auch die Bezeichnung der repressiven oder Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen.

Bezeichnung und Stoßrichtung der Vorschrift sind überaus umstritten.¹⁴³ Die vielfach verwendeten Begriffe der „Neutralitätspflicht“ oder des „Neutralitätsgebots“ werden als weitgehend irreführend angesehen.¹⁴⁴ Es geht nämlich für den Vorstand nicht um ein grundsätzlich neutrales Verhalten, sondern darum, die Transaktion nicht zu vereiteln.¹⁴⁵ Es ist demzufolge auch nicht Sinn und Zweck, den Aktionären für ihre Aktien den optimalen Kurs zu bieten. Allein entscheidend ist, dass die Verwaltung der Zielgesellschaft die ihren Gesellschaftern (Eigentümern!) eingeräumten Veräußerungsmöglichkeiten nicht blockiert.¹⁴⁶ Daher besteht für den Vorstand eine Unterlassungspflicht bezüglich solcher Handlungen, die den Erfolg des Übernahmeangebots verhindern könnten.¹⁴⁷ Als treffendere Bezeichnungen werden deshalb häufig die Begriffe Behinderungsverbot¹⁴⁸ oder Vereitelungsverbot¹⁴⁹ verwendet. Diese Terminologie fügt sich auch besser in die aktien- und kapitalmarktrechtliche Konzeption eines eingeschränkten Behinderungs- und Vereitelungsverbots.¹⁵⁰ Auf dieser Grundlage sollen allein die Aktionäre über das Übernahmeangebot entscheiden (können).

Die Analyse des § 33 I S. 1 WpÜG wirft die Frage auf, wann eine Handlung vorliegt, die möglicherweise den Erfolg des Angebots verhindern könnte. Grundsätzlich ist auf die objektive Eignung abzustellen.¹⁵¹ Es spielt somit keine Rolle, ob die Handlung das Angebot tatsächlich verhindert oder ob eine Verhinderungsabsicht vorliegt.¹⁵²

¹⁴¹ Geibel, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 10, Rn. 5; Meyer, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 39, Rn. 3.

¹⁴² Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 7.

¹⁴³ Krause, NJW 2002, 705 (711).

¹⁴⁴ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 10.

¹⁴⁵ Land, DB 2001, 1707 (1711).

¹⁴⁶ Merkt, ZHR 165 (2001), 224 (249).

¹⁴⁷ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 11.

¹⁴⁸ Müllbert/Birke, WM 2001, 705.

¹⁴⁹ Maier-Reimer, ZHR 165 (2001), 258 (260).

¹⁵⁰ Merkt, ZHR 165 (2001), 224 (249).

¹⁵¹ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 19.

¹⁵² Krause, NJW 2002, 705 (711f.); Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (4).

Die objektive Eignung ist gegeben, wenn bei erfolgreicher Durchführung der Maßnahme den Aktionären die Möglichkeit zur Entscheidung über das Angebot genommen wird. Gleichbedeutend damit ist, dass die Verwaltung der Zielgesellschaft anstelle der Aktionäre entscheidet.¹⁵³

Diesem Eignungskriterium zufolge gibt es eine Reihe von Maßnahmen, die unter § 33 I S. 1 WpÜG fallen und somit vom Vorstand nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots durch ein anderes Unternehmen nicht durchgeführt werden dürfen. Dieses Verbot gilt zunächst nur für die Durchführung der Maßnahme ohne Zustimmung des Aufsichtsrates. Sofern eine dieser Maßnahmen von § 33 I S. 2 WpÜG erfasst wird, ist sie im Rahmen dieser Vorschrift zulässig.

II. Stellungnahme zu vom Gesetzgeber des WpÜG thematisierten Maßnahmen

1. Ausgabe von Aktien der Zielgesellschaft

Die Ausgabe von Aktien der Zielgesellschaft wird explizit in der Gesetzesbegründung als vereitelungsgeeignet genannt.¹⁵⁴ Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass dort von einem nicht unerheblichen Anteil die Rede ist. Demnach ist diese Ausgabe von Aktien der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Abgabe eines Übernahmeangebotes nur mit Zustimmung der Hauptversammlung durchführbar. Dabei ist es unerheblich, ob die auszugebenden Aktien aus neu zu schaffendem Kapital stammen oder ob gem. § 71 I Nr. 8 AktG zurückerworbene Aktien neu ausgegeben werden sollen.¹⁵⁵ Grundsätzlich ist die Zustimmung der Hauptversammlung in jedem Fall erforderlich, wenn die Veräußerung außerhalb der Börse vorgenommen werden soll (§ 71 I Nr. 8 S. 3 AktG). Denn diese Ausgabe wirkt wie ein Bezugsrechtsausschluss und es findet somit ein Eingriff in die Rechte der bisherigen Aktionäre statt.¹⁵⁶ Dass die Ausgabe von Aktien der Zielgesellschaft objektiv zur Behinderung eines Übernahmeangebotes geeignet ist, wird auch daran deutlich, dass diese Maßnahme in früheren Gesetzentwürfen speziell als Verstoß gegen das Behinderungs- und Vereitelungsverbot genannt wurde.

Verfügt der Vorstand über genehmigtes Kapital, kann er eine Kapitalerhöhung aus diesem (§ 202 AktG) auch ohne Zustimmung der Hauptversammlung vornehmen.¹⁵⁷ Allerdings muss auch hier noch der Aufsichtsrat zustimmen (§ 202 III S. 2 AktG). Erfolgt die Ausgabe dann nur über die Börse, ist die Behinderungswirkung eher gering. Zwar steigt die Anzahl der Aktien, die der Bieter für die notwendige Mehrheit benötigt, jedoch sinkt möglicherweise gleichzeitig der Börsenkurs. Das bedeutet eine höhere Attraktivität des Übernahmeangebotes. Um hier überhaupt einen Behinderungseffekt zu bewirken, müsste die Anzahl der Aktien in der Realität im Regelfall wesentlich erhöht werden, so dass eine Kontrollerlangung für den Bieter eine erhebliche Verteuerung bedeuten würde. Eher wahrscheinlich dürfte jedoch sein, dass

¹⁵³ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 19.

¹⁵⁴ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 57.

¹⁵⁵ BegrBeschluss Finanzausschuss BT-Drucks. 14/7477, 69.

¹⁵⁶ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 22.

¹⁵⁷ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 68.

dann bereits eine nicht unerhebliche Anzahl von Aktien ausgegeben werden muss. Dies indessen erfordert ja gerade die Zustimmung der Hauptversammlung. Grundsätzlich bedarf es einer Einzelfallbetrachtung, wann eine nicht unerhebliche Aktienzahl vorliegt.¹⁵⁸

Die echte Behinderungswirkung würde wohl nur bei der Ausgabe von Aktien unter Bezugsrechtsausschluss vorliegen.¹⁵⁹ Sofern also die Ausgabe neuer Aktien in einer Übernahmeangebotssituation zulässig ist, wird sie durch § 202 III S. 1 AktG auf die Hälfte des Grundkapitals begrenzt.

2. Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft

Frühere Entwürfe des WpÜG nannten den Erwerb eigener Aktien als explizite Maßnahme, die gegen das Behinderungs- und Vereitelungsverbot verstößt. Sie wird als geeignet angesehen, ein Übernahmeangebot zu vereiteln. Allerdings setzt die Wirksamkeit dieser Maßnahme einen Erwerb in größerem Umfang voraus.¹⁶⁰ Die Wirkung liegt in der Steigerung des Börsenpreises, die das Übernahmeangebot des Bieters unattraktiv werden lässt bzw. eine Nachbesserung des Übernahmeangebotes erfordert. Dies würde für den Bieter eine erhebliche Verteuerung bedeuten. Außerdem kann der hauptsächlich von privaten Anlegern gehaltene Streubesitzanteil damit verringert werden. Dies erschwert es dem Bieter möglicherweise zusätzlich, die benötigten Aktien zu erwerben.¹⁶¹

Aktienrechtlich ist der Erwerb eigener Aktien also auch als Präventivmaßnahme grundsätzlich nur im Rahmen des § 71 I Nr. 8 AktG denkbar.¹⁶² Ein Rückerwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 1 AktG ist in Übernahmesituationen nur ausnahmsweise möglich. Dies ist der Fall, wenn der Gesellschaft ein schwerer, unmittelbar bevorstehender Schaden droht. Dieser könnte hier in der Überfremdung gesehen werden. Deshalb könnte der Erwerb eigener Aktien zur Abwendung des drohenden Schadens notwendig werden.¹⁶³ Als Schaden sind in diesem Zusammenhang bereits entgangene Gewinne anzusehen. Diese müssen auf der Ebene der Aktiengesellschaft selbst drohen. Ein bei den Aktionären eintretender Schaden genügt nicht, um einen Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 1 AktG zu rechtfertigen.¹⁶⁴

Wie oben erwähnt, ist die Wirksamkeit der Abwehrmaßnahme in der Realität an den Erwerb eigener Aktien in größerer Umfang geknüpft. Fraglich ist, unter welchen Umständen ein solcher vorliegt. Dies ist grundsätzlich am Einzelfall auszumachen.¹⁶⁵ Dabei ist zu beachten, dass der Erwerb sowohl nach § 71 I Nr. 1 AktG als auch der

¹⁵⁸ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 55 zu Absatz 3.

¹⁵⁹ Diese Abwehrmöglichkeit wird häufig bei den repressiven Abwehrmaßnahmen betrachtet. Dies ist auch in der vorliegenden Arbeit der Fall. Vgl. unter 6. Weitere zur Vereitelung des Übernahmeangebotes geeignete Maßnahmen (Seite 30).

¹⁶⁰ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

¹⁶¹ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 92.

¹⁶² Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 64.

¹⁶³ Hüffer, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 71, Rn. 7.

¹⁶⁴ *Ibid.*, Rn. 7.

¹⁶⁵ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 27.

nach § 71 I Nr. 8 AktG durch § 71 II AktG auf 10 % des Grundkapitals beschränkt ist und somit als alleinige Maßnahme zur Abwehr eines Übernahmeangebotes kaum ausreichen dürfte. Daneben kann ein Rückkauf eigener Aktien, sofern eben eine Ermächtigung dafür vorliegt oder sie nur in unerheblicher Höhe durchgeführt wird, durchaus auch nachteilige Folgen für die Zielgesellschaft haben. Zum einen verringern sich die Rücklagen der Zielgesellschaft und zum anderen sinkt auch die Anzahl an Aktien, die der Bieter für eine Übernahme benötigt.¹⁶⁶ Schließlich erhöht sich das Stimmgewicht der Aktien, die der Bieter bereits besitzt, da gem. § 71b AktG eigenen Aktien kein Stimmrecht zusteht.¹⁶⁷

In den USA hat sich im Rahmen des Erwerbs eigener Aktien das sogenannte „Greenmailing“¹⁶⁸ als eine durchaus gebräuchliche Vorgehensweise herausgebildet. Sie ist in erster Linie auf die Generierung schneller Gewinne gerichtet und zählt zu den üblichen Verteidigungsmaßnahmen.¹⁶⁹ Dabei werden Anteile von großen Gesellschaften gekauft und mit einem Übernahmeangebot gedroht, wenn die Zielgesellschaft nicht das erworbene Aktienpaket zu einem über dem Börsenkurs liegenden Preis zurück erwirbt.¹⁷⁰ Nach deutscher Rechtslage ist dieses Vorgehen nicht zulässig. Zum einen wird der Rückkauf eigener Aktien durch § 71 II AktG begrenzt. Zum anderen liegt bei Zahlung eines Preises über Erwerbspreis durch die Zielgesellschaft ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG) vor.

3. Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen

Die Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen ist zwar grundsätzlich geeignet, um den Erfolg eines Übernahmeangebotes zu verhindern. Ohne Zustimmung des Aufsichtsrates ist diese Maßnahme gem. § 33 I S. 2 WpÜG unzulässig.¹⁷¹ Zur Abwehrgung gilt hier grundsätzlich das Gleiche wie für die Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen als Präventivmaßnahme.¹⁷² Die Platzierung solcher Anleihen bei befreundeten Unternehmen und die Ausübung der Option im Falle eines Übernahmeangebotes kann zwar durchaus sinnvoll sein. Wirklich effektiv aber ist sie nur, wenn die Ausgabe der Optionen verbunden mit einem entsprechenden Bezugsrechtsausschluss erfolgt. Dieser ist wiederum nur schwer zu rechtfertigen.¹⁷³

¹⁶⁶ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 92.

¹⁶⁷ Vgl. 2. (Rück-)Erwerb eigener Aktien (Seite 14) als Präventivmaßnahme; Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 27.

¹⁶⁸ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 64.

¹⁶⁹ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (194).

¹⁷⁰ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 65.

¹⁷¹ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 26.

¹⁷² Vgl. 3. Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen (Seite 15).

¹⁷³ Hahn, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften – Eine juristisch-ökonomische Analyse, 221.

4. Veräußerung wesentlicher Bestandteile des Gesellschaftsvermögens

Die Veräußerung wesentlicher Bestandteile des Gesellschaftsvermögens wird in der Gesetzesbegründung als geeignete Maßnahme angesehen, um den Erfolg eines Übernahmeangebotes zu verhindern.¹⁷⁴ Somit wird auch dies vom Behinderungs- und Vereitelungsverbot erfasst. Die Veräußerung sog. „Crown Jewels“ ist geeignet, ein Übernahmeangebot zu verhindern, da sie möglicherweise bewirkt, dass die Übernahme für den Bieter nicht mehr attraktiv ist. Dies ist der Fall, wenn zum Beispiel beim Bieter mit dem veräußerten Unternehmensteil Synergieeffekte genutzt werden sollten.¹⁷⁵ Die Zulässigkeit dieser Maßnahme setzt wie im Kontext als Präventivmaßnahme die Zustimmung der Hauptversammlung oder ihre Durchführung im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit voraus.¹⁷⁶ Fraglich ist zudem, wie wirksam diese Maßnahme überhaupt ist. Denn einerseits kann es problematisch sein, eine umfangreiche Transaktion in kürzester Zeit umzusetzen. Andererseits könnten auch die erzielten liquiden Mittel wiederum Interessenten anlocken.¹⁷⁷

Das Vorliegen eines wesentlichen Unternehmensbestandteils orientiert sich am Einzelfall¹⁷⁸. Grundsätzlich wird von einem wesentlichen Bestandteil ausgegangen, wenn der Vorstand auch außerhalb der Übernahmesituation zur Veräußerung die Zustimmung der Hauptversammlung gem. § 119 II AktG benötigen würde.¹⁷⁹ Instanzgerichtlich wurde ein Vermögensbestandteil eines Unternehmens dann als wesentlich erachtet, wenn er mindestens 10 % der Bilanzsumme oder der Marktkapitalisierung ausmacht, beziehungsweise 10 % des Betriebsergebnisses des Gesamtunternehmens diesem Unternehmensteil zuzurechnen sind.¹⁸⁰ Ein Unternehmensteil oder Vermögensbestandteil des Unternehmens kann neben diesen Kriterien jedoch nicht dadurch zu einem wesentlichen werden, dass er in der Angebotsunterlage besondere Bedeutung erlangt.

Die Schwierigkeit bei dieser unzulässigen Maßnahme liegt in der Abgrenzung zur laufenden Geschäftstätigkeit. Denn sofern ein Teilverkauf, eine Fusion oder ähnliche Strategemaßnahmen im Unternehmensinteresse liegen und die genannten Grenzen nicht überschritten werden, sind diese vom Verbot des § 33 I S. 1 WpÜG nicht erfasst. Vielmehr fallen sie in den Bereich des § 33 I S. 2, 1. Variante WpÜG. Wenn das Unternehmen durch solche Maßnahmen `wertvoller` gemacht wird und somit die Attraktivität des Übernahmeangebotes sinkt, liegt dies trotzdem noch im zulässigen Bereich der laufenden Geschäftstätigkeit und verstößt nicht gegen das Behinderungs- und Vereitelungsgebot.¹⁸¹

¹⁷⁴ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

¹⁷⁵ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 29.

¹⁷⁶ *Ibid.*, Rn. 31.

¹⁷⁷ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 61.

¹⁷⁸ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 30.

¹⁷⁹ *Ibid.*, Rn. 30.

¹⁸⁰ LG Frankfurt, AG 1993, 287 (288).

¹⁸¹ Becker, ZGR 2001, 280 (285).

5. Schaffung kartellrechtlicher Probleme

Schließlich führt die Gesetzesbegründung die Schaffung kartellrechtlicher Probleme als explizit genannte Maßnahme an, die als geeignet angesehen wird, eine Übernahme zu verhindern.¹⁸² Durch den Zukauf von Unternehmen, idealerweise solcher, mit denen der Bieter in Wettbewerb steht, soll erreicht werden, dass (im Fall der erfolgreichen Übernahme) die Kartellbehörde den Erwerb der Zielgesellschaft untersagt. Daneben ist es natürlich auch möglich, dass das Zielunternehmen so an Größe zunimmt und somit einen erheblichen Mehraufwand an finanziellen Mitteln erfordert, der die Finanzierbarkeit durch den Bieter übersteigen.¹⁸³

Aufgrund § 40 III S. 1 GWB hat die Kartellbehörde die Möglichkeit, die Übernahme unter bestimmten Auflagen zu genehmigen. Dies kann die dauerhafte Vereitelung des Übernahmeangebotes zwar in Frage stellen. Die Genehmigung unter Auflage ändert aber zunächst nichts an der objektiven Behinderungswirkung der Maßnahme.¹⁸⁴ Auch wenn sich der Bieter gegenüber dem Kartellamt verpflichtet, die kartellrechtlich problematischen Unternehmensteile in einem bestimmten Zeitraum wieder zu veräußern, verstößt eine solche Maßnahme gegen das Vereitelungsverbot und darf somit ohne Zustimmung der Hauptversammlung nicht durchgeführt werden.¹⁸⁵ Letztlich bleibt auch fraglich, ob eine solche Maßnahme innerhalb des kurzen Zeitraums überhaupt zu realisieren wäre.¹⁸⁶

6. Weitere zur Vereitelung des Übernahmeangebotes geeignete Maßnahmen

Die in der Gesetzesbegründung enthaltene Aufzählung der zur Behinderung bzw. Vereitelung geeigneten Abwehrmaßnahmen eines Übernahmeangebots ist nicht abschließend. Viele dieser Maßnahmen sind in den USA durchaus gebräuchlich¹⁸⁷ und werden oftmals als die wirkungsvollsten Maßnahmen beschrieben.¹⁸⁸ In Deutschland sind gegen das Behinderungs- und Vereitelungsverbot (§ 33 I WpÜG) verstoßende weitere Maßnahmen unzulässig. Eine wichtige Rolle spielen dabei die sog. Poison Pills. Dabei handelt es sich um die Ausgabe besonderer Vorzugstitel an die Aktionäre der Zielgesellschaft. Der Bieter wird für den Fall eines Übernahmeversuchs grundsätzlich ausgeschlossen.¹⁸⁹ Diese Maßnahmen stellen also darauf ab, dass der Bieter bereits Aktien der Zielgesellschaft besitzt. Grundsätzliches Ziel ist es, die Übernahme übermäßig zu verteuern und somit Übernahmeversuche abzuwenden.¹⁹⁰

Es gibt eine Reihe von Ausgestaltungsformen, die in Deutschland meist nicht nur gegen § 33 I S. 1 WpÜG verstoßen, sondern gleichzeitig die Grenzen des aktienrecht-

¹⁸² Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

¹⁸³ Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 192.

¹⁸⁴ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 32.

¹⁸⁵ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (192).

¹⁸⁶ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 32.

¹⁸⁷ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (189 f.).

¹⁸⁸ Weisser, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, 175.

¹⁸⁹ Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 180.

¹⁹⁰ Weisser, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, 176.

lichen Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG) überschreiten.¹⁹¹ Allen Formen ist gemeinsam, dass ihre Wirkung erst bei Eintritt des sog. „triggering event“ erfolgt.¹⁹² Dieses kann z.B. in einem feindlichen Übernahmeangebot oder auch im Überschreiten einer bestimmten Grundkapitalmarke liegen. Außerdem sind Poison Pills grundsätzlich mit einer möglichen Rückrufklausel ausgestattet, um bei einem freundlichen Übernahmeangebot die giftige Wirkung zu verhindern.

III. Stellungnahme zu aus anderen Rechtsordnungen rezipierten Strategien

1. Ausgabe von Aktien unter Bezugsrechtsausschluss

Die Ausgabe von Aktien unter Bezugsrechtsausschluss kann eine geeignete Maßnahme zur Abwehr von feindlichen Übernahmeangeboten sein. Jedoch ist sie auch sehr umstritten, in den USA ist die Nutzung einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss durchaus üblich. Von einigen Stimmen in der Literatur wird diese Maßnahme als Poison Pill charakterisiert.¹⁹³ Ziel der Ausgabe von Aktien unter Bezugsrechtsausschluss ist eine Verwässerung der Anteile, die der Bieter bereits besitzt. Dies erschwert die Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft für ihn.¹⁹⁴ Besonders sicher und wirkungsvoll kann die Ausgabe von Aktien für den Fall eines Übernahmeangebotes sein, wenn die Aktien aus der Kapitalerhöhung von einem die Übernahme ablehnenden Aktionär gehalten werden, von dem auch kein Konkurrenzangebot zu erwarten ist.¹⁹⁵ In diesem Zusammenhang ist zu betrachten, wie ein Bezugsrechtsausschluss denn überhaupt erfolgen kann und unter welchen Umständen er gerechtfertigt sein kann. Nach den Vorschriften des AktG kann entweder die Hauptversammlung selbst einen Bezugsrechtsausschluss beschließen (§ 203 I AktG) oder der Vorstand kann dazu ermächtigt werden (§ 203 II AktG). In beiden Fällen ist ein Hauptversammlungsbeschluss von mindestens drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals notwendig.

Nach einschlägiger BGH-Rechtssprechung scheint zurzeit allerdings nicht eindeutig geklärt zu sein, welcher Rechtfertigung ein Bezugsrechtsausschluss bedarf. In der Kali & Salz-Entscheidung wurde ein Bezugsrechtsausschluss nur dann als zulässig erachtet, wenn diese Maßnahme „sachlich berechtigt und damit nicht den Charakter der Willkür trägt“.¹⁹⁶ Sachlich berechtigt bedeutet dabei, dass der Bezugsrechtsausschluss im Gesellschaftsinteresse liegt und geeignet, erforderlich und verhältnismäßig ist, um einem Gesellschaftszweck zu dienen. Weitere Judikate des BGH bestätigten diese Ansicht zunächst. Denn in mehreren Fällen wurde entschieden, dass bereits im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschluss zur Ermächtigung des Vorstandes über

¹⁹¹ *Hopt*, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter, 1361 (1388).

¹⁹² *Weimar/Breuer*, BB 1991, 2309 (2315).

¹⁹³ *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 33.

¹⁹⁴ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 69.

¹⁹⁵ *Hahn*, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften – Eine juristisch-ökonomische Analyse, 217.

¹⁹⁶ BGHZ 71, 40 (44).

den Bezugsrechtsausschluss eine sachliche Begründung dafür selbst vorliegen muss.¹⁹⁷ Die Anforderungen an diese Rechtfertigung sind umso strenger, je schwerer der Eingriff in die mitgliedschaftliche und vermögensrechtliche Stellung der ausgeschlossenen Aktionäre wiegt.¹⁹⁸ Demnach ist es also nicht möglich, den Vorstand vorrätig zu einer Aktienaussgabe unter Bezugsrechtsausschluss zu ermächtigen, also etwa für den Fall, dass eventuell zukünftig ein Übernahmeangebot erfolgt.

Diese strengen Anforderungen an den Hauptversammlungsbeschluss wurden durch die Siemens/Nold-Entscheidung¹⁹⁹ gelockert²⁰⁰. Demnach reicht es für einen Bezugsrechtsausschluss oder eine Ermächtigung hier durch die Hauptversammlung aus, wenn die Maßnahme im Gesellschaftsinteresse liegt und der Hauptversammlung abstrakt bekannt ist. Eine Verhältnismäßigkeitsprüfung und auch eine Angemessenheitsprüfung des Bezugsrechtsausschlusses muss für den Hauptversammlungsbeschluss nicht mehr erfolgen. Noch nicht abschließend geklärt ist, ob diese gelockerten Anforderungen auch für die Vornahme des Bezugsrechtsausschlusses durch den Vorstand gelten. In Bezug auf mögliche Abwehrmaßnahmen ist fraglich, ob denn die Abwehr eines Übernahmeangebotes unbedingt ein im Interesse der Gesellschaft liegender Zweck ist.²⁰¹ Denn dann wäre die Ausgabe von Aktien unter Bezugsrechtsausschluss eine zulässige und durchaus effektive Möglichkeit, um ein Übernahmeangebot abzuwehren. Inwiefern nun die Abwehr eines vorliegenden Übernahmeangebotes im Gesellschaftsinteresse liegt, ist grundsätzlich am Einzelfall auszumachen. Nach diesen Erwägungen wird die Nutzung einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss hierzulande nur in seltenen Fällen in Betracht gezogen werden können.

2. *Flip-over-Bestimmungen*

Flip-over-Bestimmungen als prominente Form von Poison Pills räumen den Aktionären der Zielgesellschaft die Möglichkeit ein, im Übernahmefall Aktien der übernehmenden Gesellschaft²⁰² zu günstigeren Konditionen zu erwerben. Ausgenommen davon bleibt der potentielle Übernehmer. In Deutschland ist diese Maßnahme nach h.M. aus mehreren Gründen unzulässig. Zunächst verstößt sie gegen den Gleichheitsgrundsatz (§ 53a AktG).²⁰³ Fraglich könnte sein, wie weit der Gleichbehandlungsgrundsatz hier überhaupt reicht. Denn schließlich dient grundsätzlich das Maß der Beteiligung am Grundkapital als Maßstab für die Zuteilung der Hauptrechte (Stimmrecht, Dividendenrecht, Bezugsrecht, Recht auf Abwicklungsüberschuss)²⁰⁴ und ist auch Grundlage für die Gleichbehandlung.²⁰⁵

¹⁹⁷ Näher *Hahn*, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften – Eine juristisch-ökonomische Analyse, 218, mit Nachweisen aus der Rechtsprechung.

¹⁹⁸ *Heinsius*, in: Goerdeler/Hommelhoff/Lutter/Odersky/Wiedemann (Hrsg.), Festschrift für Alfred Kellermann, 115 (120).

¹⁹⁹ BGHZ 136, 133 (133).

²⁰⁰ *Krause*, BB 2002, 1053 (1056).

²⁰¹ *Ibid.*, 1056.

²⁰² *Daum*, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 180.

²⁰³ *Hauschka/Roth*, AG 1988, 181 (190).

²⁰⁴ *Hüffer*, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 53a, Rn. 6.

²⁰⁵ *Hueck*, Gesellschaftsrecht, 361.

Ein Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz ist an drei Voraussetzungen geknüpft. Zunächst bedarf es einer Ungleichbehandlung eines Aktionärs²⁰⁶, für die zweitens eine Rechtfertigung fehlt und die drittens weder durch die Satzung gestattet sein darf noch aufgrund einer Zustimmung des Betroffenen erfolgt.²⁰⁷ Selbst wenn demnach eine Ungleichbehandlung vorliegt, ist fraglich, ob nicht in der Wahrung des Gesellschaftsinteresses eine sachliche Rechtfertigung gesehen werden kann.²⁰⁸ Da die Satzung den Maßstab der Gleichbehandlung ändern kann, kann die Ungleichbehandlung möglicherweise durch eine Satzungsbestimmung gerechtfertigt werden.²⁰⁹ Wahrt die Übernahme möglicherweise das Gesellschaftsinteresse nicht oder ist sie - unter Berücksichtigung der Aktionärsinteressen - nicht erwünscht ist, könnten die Flip-over-Bestimmung bezüglich des Gleichbehandlungsaspektes wohl auch in Deutschland als zulässig zu erachten sein. Diese Argumentation steht jedoch im Gegensatz zur Literatur. Hier scheint doch die Ansicht vorzuherrschen, dass Flip-over-Bestimmungen generell das Gleichheitspostulat verletzen.²¹⁰ Die dargestellte Ausgestaltung wird nämlich als grundsätzlich unzulässiger Vertrag zu Lasten Dritter (hier: dem Mehrheitsaktionär) angesehen²¹¹. Möglicherweise liegt außerdem eine ersatzpflichtige Geschäftsführung ohne Auftrag vor (§§ 677 ff. BGB), da es wohl nicht das Geschäft der Zielgesellschaft ist, Bezugsrechte auf Aktien des potentiellen Bieters zu gewähren.²¹²

3. Kurzanalyse weiterer Strategien

Flip-in-Bestimmungen: Bei dieser Poison Pill wird den Aktionären der Zielgesellschaft - unter Ausnahme des Bieters - die Option gewährt, im Übernahmefall weitere Aktien der eigenen Gesellschaft zu unter dem Kurswert liegenden Konditionen zu beziehen²¹³. Dadurch wird zum einen erreicht, dass der relative Anteil des vom Bieter gehaltenen Anteils am Zielunternehmen sinkt. Zum anderen kommt es zu einem absoluten Wertverlust seiner Beteiligung. Zwar wird hierin kein Vertrag zu Lasten Dritter gesehen, allerdings liegt auch darin ein Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz.²¹⁴

Back-end-Bestimmungen: Diese Art eines Abwehrmechanismus entstammt ebenfalls amerikanischen Kapitalmarktconstellationen. Back-end-Bestimmungen sehen vor, dass die Verwaltung der Zielgesellschaft ihren sämtlichen Aktionären wiederum mit Ausnahme des Bieters die Möglichkeit einräumt, ihre Aktien der Zielgesellschaft gegen Schuldverschreibungen einzutauschen.²¹⁵ Die Analyse dieser Maßnahme bereits

²⁰⁶ Diese ist zulässig, sofern eine sachliche Rechtfertigung dafür vorliegt (BGHZ 31, 174[175]).

²⁰⁷ Lutter/Zöllner, in: Zöllner (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 53a, Rn. 8.

²⁰⁸ Nick, Handbuch der Aktiengesellschaft-Gesellschaftsrecht-Steuerrecht-Arbeitsrecht, Rn. 500.

²⁰⁹ Hüffer, in: Hüffer (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 53a, Rn. 5.

²¹⁰ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (190); Weimar/Breuer, BB 1991, 2309 (2316); Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 181.

²¹¹ *Ibid.*, 181.

²¹² Weimar/Breuer, BB 1991, 2309 (2316).

²¹³ Kuhner/Schilling, BFuP 2002, 445 (446) nennen als regelmäßige Schwelle eine Beteiligungsquote des Bieters von 20 %.

²¹⁴ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (190).

²¹⁵ Daum, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 181.

bei den Präventivmaßnahmen gelangte zu der Einschätzung, dass sie in Deutschland nach h.M. für unzulässig gehalten wird.

Original-plans: Diese sehen die Ausgabe von Vorzugspapieren vor, die in Stammaktien gewandelt werden können.²¹⁶ Dabei sind wiederum Vorzugspapiere, die auf die Anteile des Bieters ausgegeben wurden, vom Umtausch ausgeschlossen.

Voting-plans: Sie zielen nicht auf die Verwässerung von Anteil und Wert des Bieters an der Zielgesellschaft ab. Vielmehr wird das damit verbundene Stimmrecht beeinflusst. Dabei werden in der Form einer Dividendenausschüttung an die Aktionäre Vorzugspapiere mit so genannten „Super Voting Rights“ ausgegeben, wobei die darin enthaltenen Stimmrechte eines auftretenden Bieters erlöschen. Eine andere Variante sieht vor, dass das Stimmrecht der Aktionäre durch zeitliche Treue dieser ansteigt. Einfache Formel: je länger ein Aktionär einer Gesellschaft verbunden ist, desto mehr Stimmrecht hat er.²¹⁷ Auch diese letzten beiden Varianten der Poison Pills dürften wegen eines Verstoßes zumindest gegen den Gleichheitsgrundsatz als problematisch einzustufen sein. Alle diese Varianten sind zwar objektiv geeignet, Übernahmeangebote zu vereiteln. Im häufigen Gegensatz zur gesellschaftsrechtlichen Situation in den Vereinigten Staaten sind sie aufgrund restriktiverer Prinzipien des deutschen Aktienrechts hierzulande regelmäßig unzulässig.

Corporate Suicide; Scorched Earth: Zu den extremen Abwehrmaßnahmen infolge eines Übernahmeangebotes sind der Verkauf aller wesentlichen Vermögensgegenstände der Gesellschaft („Corporate Suicide“) oder sogar die Auflösung der Gesellschaft („Scorched Earth“) zu zählen. Sie sind auch zu dessen Abwehr nur mit Zustimmung der Hauptversammlung zulässig.²¹⁸ Da gem. § 262 AktG der Vorstand auch außerhalb einer Übernahmesituation nicht zur alleinigen Auflösung der Gesellschaft befugt ist, ändert sich dies auch nicht durch die Vorlage eines Übernahmeangebotes. Würde im Einzelfall auf Seiten der Zielgesellschaft Einigkeit hinsichtlich dieser Maßnahme bestehen, wird doch deren Wirksamkeit teilweise in Frage gestellt. Denn schließlich könnte dem Bieter nicht die Möglichkeit genommen werden, sich als Käufer bei der Veräußerung der Unternehmensteile zu beteiligen.²¹⁹

IV. Relativierungen des § 33 I S. 1 WpÜG

Grundsätzlich hat der Vorstand der Zielgesellschaft die Wahrung der Unternehmensinteressen zu beachten. Dies gilt auch für den Fall, dass für die Zielgesellschaft ein Übernahmeangebot vorliegt.²²⁰ Das Unternehmensinteresse besteht dabei – nach der Vorstellung des Gesetzgebers – aus einem Zusammenfließen der Interessen von Aktionären, Arbeitnehmern und dem Gemeinschaftswohl.²²¹ Dieser Grundsatz kann im Rahmen der besonderen Situation der Zielgesellschaft zu einem Konflikt mit § 33 I S. 1 WpÜG führen. § 33 I S. 2 WpÜG soll der Konfliktlösung dienen. Das Behin-

²¹⁶ Weimar/Breuer, BB 1991, 2309 (2315).

²¹⁷ *Ibid.*, 2316.

²¹⁸ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 36.

²¹⁹ Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (192).

²²⁰ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 5.

²²¹ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

derungs- und Vereitelungsverbot erlangt durch den Satz 2 eine Abschwächung, denn er erfasst drei Ausnahmen.

1. *Laufende Geschäfte (§ 33 I S. 2, 1. Variante WpÜG)*

Die erste Ausnahme vom Behinderungs- und Vereitelungsverbot erlaubt Maßnahmen, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsmann auch unabhängig von einem vorliegenden Übernahmeangebot durchgeführt hätte. Hiervon werden sowohl die Fortführung der laufenden Geschäfte als auch die Weiterverfolgung bereits eingeschlagener Unternehmensstrategien erfasst.²²² Durch diese Vorschrift soll die Behinderung der Geschäftstätigkeit durch das Angebot vermieden werden.²²³ Umfasst wird auch die Eingehung neuer vertraglicher und sonstiger Verpflichtungen, sogar über die gewöhnliche Geschäftstätigkeit hinausgehend.²²⁴ Es ist genuine Aufgabe des Vorstands, die Geschäfte auch während eines Angebots zu führen.²²⁵ Dies leuchtet schon aufgrund der Tatsache ein, dass der Vorstand immer mit einem Scheitern bzw. einer Ablehnung des Angebots rechnen muss. Er muss auch darauf achten, dass es nicht durch unterlassene Nutzung eventuell notwendiger und nützlicher Geschäftschancen zur Schädigung des Unternehmens kommt.²²⁶ Dies erklärt, dass ein zu einer Schädigung der Zielgesellschaft führendes vollkommenes Neutralitätsgebot auf die Aktionäre einen Zwang zum Verkauf ausüben würde.²²⁷

Die Aktionäre müssen auch eine sich im Rahmen der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft während der Angebotsphase ergebene Kurssteigerung hinnehmen, selbst wenn dadurch das Übernahmeangebot an Attraktivität verliert.²²⁸ Auch in anderen Rechtsgebieten – etwa im Handelsrecht oder mit allerdings abnehmender Tendenz im Steuerrecht – wird auf das Verhalten eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsmannes Bezug genommen. Daher kann für die Auslegung dieser Ausnahme zum Behinderungs- und Vereitelungsverbot, auf die dort entwickelten Grundsätze verwiesen werden. Wie oben bereits erwähnt, findet diese Regelung auch Anwendung auf den Abschluss neuer Verpflichtungen, solange diese an eine bereits eingeschlagene Unternehmensstrategie anknüpfen. Gerade dieser Punkt ist bezogen auf Abwehrmaßnahmen von Bedeutung. Denn es ist relevant, zu wissen, ob sich eine auf § 33 I S. 2 1. Variante WpÜG beziehende Abwehrmaßnahme auf eine Unternehmensstrategie stützt, die bereits vor Abgabe des Übernahmeangebotes eingeschlagen wurde. Allerdings ist noch unklar, inwieweit diese Strategien bereits gefestigt sein müssen.²²⁹

Um dieser Vorschrift für Abwehrmaßnahmen möglichst wenig Wirkung zukommen zu lassen, sind strenge Anforderungen an die Verfestigung einer eingeschlagenen Unternehmensstrategie zu stellen.²³⁰ Notwendige Bedingung ist hier zumindest, dass

²²² Krause, NJW 2002, 705 (712).

²²³ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

²²⁴ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 45.

²²⁵ Maier-Riemer, ZHR 165 (2001), 258 (266).

²²⁶ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 45.

²²⁷ Maier-Riemer, ZHR 165 (2001), 258 (266).

²²⁸ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 45.

²²⁹ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 14.

²³⁰ Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (7).

die definierte Unternehmensstrategie vom Unternehmenszweck gedeckt ist. Dies wird jedoch meist nicht zur Dazulegung ausreichen, dass eine durchgeführte Maßnahme keine unzulässige Abwehrmaßnahme, sondern notwendige Geschäftstätigkeit ist. Insbesondere kann eine Maßnahme zu ungleichen Chancen bezüglich der Abwehr von Übernahmen insofern führen, als zum Beispiel der Kauf eines Unternehmens für den potentiellen Übernahmekandidaten zu kartellrechtlichen Problemen führen kann, aber für die Zielgesellschaft zur eingeschlagenen Unternehmensstrategie gehört.²³¹ Nicht vom Gesetz gedeckt dürfte die Überlegung sein, wonach der Vorstand im Rahmen des § 33 I S. 2, 1. Variante WpÜG alles durchführen können soll, was er auch ohne Übernahmesituation gemacht hätte. Wäre dies der Fall, würde wohl für § 33 I S. 2, 3. Variante kein Anwendungsraum mehr vorhanden sein.²³² Die Bedeutung dieser Ausnahmeregelung zum Behinderungs- und Vereitelungsverbot wird für die Praxis eher als gering anzusehen sein.²³³

2. *White Knights: Suche nach einem konkurrierenden Angebot (§ 33 I S. 2, 2. Variante WpÜG)*

Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot („White Knight“) kann nach dieser Vorschrift vom Vorstand auch ohne Genehmigung des Aufsichtsrates durchgeführt werden. Damit soll im Interesse aller Aktionäre für möglichst günstige Angebotskonditionen gesorgt werden.²³⁴ Diese Maßnahme ist mit dem Grundsatz der Fremdinteressenwahrung (§§ 76, 93 AktG) vereinbar. Eigennütziges Vorstandshandeln gerade in einem Bieterverfahren sucht § 33 III WpÜG zu vermeiden. Diese Handlungsmöglichkeit wird vielfach zu den Abwehrmaßnahmen gegen ein Übernahmeangebot gezählt. Richtig verstanden fällt sie jedoch nicht darunter, da sie den Entscheidungsraum der Aktionäre der Zielgesellschaft lediglich um eine Möglichkeit erweitert.²³⁵ Außerdem ist zu bedenken, dass auch bei Einschaltung eines „White Knight“ eine Übernahme durchaus wahrscheinlich ist.²³⁶ Hierdurch wird allenfalls die Übernahme durch einen unerwünschten Übernehmer vermieden.

Die praktische Umsetzung der Suche nach einem konkurrierenden Bieter kann allerdings durchaus problematisch sein, da der Zeitraum von höchstens 14 Wochen wohl meist zu kurz sein wird. Demnach wäre es wohl realistisch, dass diese Möglichkeit wahrgenommen werden kann, wenn bereits in Voraussicht eines Angebotes entsprechende Absprachen mit „weißen Rittern“ getroffen wurden. Hierbei liegt es nach allgemeiner Ansicht allein im Ermessen des Vorstands, wie viele Informationen er einem potentiellen „weißen Ritter“ bereits überlässt, damit dieser ein entsprechendes Konkurrenzangebot abgeben kann.²³⁷ Unzulässig sind hingegen alle Maßnahmen, deren Nichtigkeit sich aus § 71a AktG (Umgebungsgeschäfte) ergibt. Strategien, die die

²³¹ *Steinmeyer/Häger*, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 16.

²³² *Ibid.*, Rn. 17.

²³³ *Krause*, NJW 2002, 705 (712).

²³⁴ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 58.

²³⁵ *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (4).

²³⁶ *Daum*, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, 189.

²³⁷ *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (5).

Förderung oder Behinderung eines speziellen Angebotes bewirken (z.B. gezielte Beteiligungserwerbe oder -veräußerungen, die nur einem Bieter dienen), sind ebenfalls unzulässig. Denn die Entscheidung über vorhandene Angebote soll in der Hand der Aktionäre der Zielgesellschaft liegen. Möglich ist es jedoch, dass sich der Vorstand der Zielgesellschaft gegenüber dem konkurrierenden Bieter verpflichtet, gegenüber seinen Aktionären dessen Übernahmenangebot zu empfehlen.²³⁸

3. Maßnahmen mit vorheriger Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 33 I S. 2, 3. Variante WpÜG)

Die dritte Ausnahme zum Behinderungs- und Vereitelungsverbot des § 33 I S. 1 WpÜG fand erst vergleichsweise spät Eingang ins Gesetz. Dieser wird die voraussichtlich stärkste Bedeutung zugemessen.²³⁹ Nach ihr kann der Vorstand Maßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats nach Abgabe eines Übernahmeangebotes vornehmen. Die Regelung bezieht sich gerade auf Maßnahmen, die aus Anlass des Übernahmegebots vorgenommen werden sollen.²⁴⁰ Dabei werden hier allerdings nur solche erfasst, für die dem Vorstand bereits aktienrechtlich die Kompetenz zusteht. Der aktienrechtliche Kompetenzbereich der Hauptversammlung bleibt unberührt und kann nicht allein durch Zusammenwirken von Aufsichtsrat und Vorstand aufgeweicht werden. Weiterhin sind Maßnahmen auch im Rahmen dieser Ausnahme nur zulässig, wenn sie zur Erfüllung der Unternehmensleitungspflicht des Vorstands erforderlich und geeignet sind und somit im Unternehmensinteresse liegen.²⁴¹ Demnach sind Maßnahmen allein zur Abwehr eines Übernahmegebots auch mit Zustimmung des Aufsichtsrates nach § 33 I S. 2, 3. Variante WpÜG nicht zulässig. Zu erwarten ist, dass der Vorstand versuchen wird, Abwehrmaßnahmen nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats durchzuführen. Dies gilt jedenfalls solange bis die mögliche Reichweite des § 33 I S. 2, 1. Variante WpÜG sich stabilisiert hat.²⁴² Die erwähnte praktische Bedeutung dieser Vorschrift wird darin gesehen, dass sie es zulässt, dass der Vorstand i.V.m. dem Aufsichtsrat Abwehrmaßnahmen vornehmen kann, die mit der bisherigen Unternehmensstrategie nicht vereinbar sind.²⁴³ Im Rahmen des § 33 I S. 2, 3. Variante WpÜG wird somit die Möglichkeit zur Abgabe eines Gegenangebotes auf Aktien des Bieters erfasst („Pac Man“). Diese Maßnahme ist grundsätzlich zulässig, auch wenn dadurch der Erfolg des Übernahmegebotes verhindert werden kann.²⁴⁴ Zu begründen ist dies damit, dass die Letztentscheidung über Erfolg oder Misserfolg des ersten Übernahmegebotes weiterhin in den Händen der Aktionäre verbleibt.²⁴⁵ Wichtig ist allerdings, dass der Vorstand auch hier im Gesellschaftsinteresse handeln muss. Es ist also insbesondere darzulegen, dass es sich bei dem Vorhaben um eine wirtschaftlich

²³⁸ Herrmann, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien, 137.

²³⁹ Krause, NJW 2002, 705 (712).

²⁴⁰ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 50.

²⁴¹ *Ibid.*, Rn. 49.

²⁴² Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 20.

²⁴³ Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (8).

²⁴⁴ Schwennicke, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 51.

²⁴⁵ Krause, NZG 2000, 905 (912).

sinnvolle Investition handelt.²⁴⁶ In diesem Kontext offenbart sich die besondere Schwierigkeit von Interessenkonflikt zwischen Verwaltungsmitgliedern und Aktionären. Selbstredend sind Abwehrmaßnahmen, die allein aus Eigeninteresse der Verwaltungsmitglieder vorgenommen werden, nach § 33 I S. 2, 3. Variante WpÜG rechtswidrig.²⁴⁷ Unbestritten ist die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im Rahmen dieser Vorschrift in den Fällen, in denen kein Interessenkonflikt innerhalb der Zielgesellschaft vorliegt. Dies könnte dann der Fall sein, wenn erkennbar damit zu rechnen ist, dass das Unternehmen nach erfolgreicher Übernahme im Desinteresse der Aktionäre geschädigt wird.²⁴⁸ Ein besonderer Fall der Zulässigkeit eines Gegenangebotes liegt vor, wenn dadurch bei erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebotes eine wechselseitige Beziehung i.S.d. § 19 I AktG begründet würde. Denn dann käme es auf Seiten des Bieters zu einem Stimmrechtsverfall jeglicher Stimmrechte über der 25%-Marke (§ 328 I AktG). Ob ein Gegenangebot unter diesen Umständen im Rahmen des § 33 I S. 2, 3. Variante WpÜG statthaft ist oder nicht, scheint nicht endgültig geklärt. Grundsätzlich ist für ein Gegenangebot die Zustimmung der Hauptversammlung nicht erforderlich, da eine Geschäftsführungsmaßnahme vorliegt.²⁴⁹ In Ausnahmefällen – z.B. wenn dies i.V.m. einer Kapitalerhöhung steht – kann eine Zustimmung erforderlich sein. Diese wird dann aber eben nicht durch das Gegenangebot selbst, sondern durch deren Begleitmaßnahme notwendig.

V. Pflicht des Vorstandes zur Stellungnahme

Unabhängig von den Regelungen des WpÜG hat der Vorstand bereits aktienrechtlich (§ 76 AktG) die Pflicht zur Abgabe einer Stellungnahme zu einem eingegangenen Übernahmeangebot. Diese Pflicht folgt aus der Vorstandspflicht zur Interessenwahrung gegenüber Aktionären und Gesellschaft.²⁵⁰ Eine Erweiterung ergibt sich aus § 27 I S. 1 WpÜG. Danach stehen sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat in der Pflicht zur Stellungnahme. Diese Vorschrift steht dem Behinderungs- und Vereitelungsverbot des § 33 I S. 1 WpÜG nicht etwa entgegen, sondern sie ergänzt dieses Verbot.²⁵¹ Die Stellungnahme bezieht sich sowohl auf den Bieter als auch auf die Auswirkungen der erfolgreichen Übernahme für die Zielgesellschaft.²⁵² § 33 I S. 2 WpÜG bestimmt ausführlich, welche Komponenten in der Stellungnahme explizit enthalten sein müssen. Schließlich kann auch die Meinung der Verwaltung für den Aktionär, der sich für oder gegen das Übernahmeangebot entscheiden soll, durchaus relevant sein.²⁵³ Grundsätzlich kann die Stellungnahme zustimmend oder ablehnend

²⁴⁶ Pöttsch/Möller, WM Sonderbeilage 2 (2000), 27.

²⁴⁷ Steinmeyer/Häger, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.), WpÜG-Kommentar, § 33, Rn. 22.

²⁴⁸ Mertens, in: Zöllner (Hrsg.), AktG-Kommentar, § 76, Rn. 26.

²⁴⁹ Pöttsch/Möller, WM Sonderbeilage 2 (2000), 27.

²⁵⁰ Hopt, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grünwald/Drygala (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter, 1361 (1380).

²⁵¹ Hopt, ZGR 1993, 534 (556).

²⁵² Hopt, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grünwald/Drygala (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter, 1361 (1380).

²⁵³ Hopt, ZGR 1993, 534 (556).

geprägt sein oder es kann sogar eine Handlungsempfehlung an die Aktionäre abgegeben werden.²⁵⁴

D. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorstehenden Ausführungen zeigen auf, welche Abwehrmaßnahmen in Deutschlands innerhalb des gegenwärtigen Rechtsrahmens zulässig sind. Mit § 33 WpÜG wurde eine gesetzliche Vorschrift geschaffen, die dem Management der Zielgesellschaft einer feindlichen Übernahme bei erster Lektüre einen scheinbar weiten Spielraum für abwehrende Handlungsmöglichkeiten gibt. Allerdings wurde deutlich, dass dieser weite Spielraum zahlreiche Einschränkungen erfährt. Diese sind indessen weniger im WpÜG verankert. Vielmehr ergeben sie sich aus dem Aktiengesetz.

Als Fazit lässt sich festhalten, dass demzufolge der Handlungsspielraum für Abwehrmaßnahmen in Deutschland wesentlich geringer als beispielsweise in den Vereinigten Staaten von Amerika ist. Ein Hauptgrund dafür ist die schwierige Umsetzung eines Bezugsrechtsausschlusses bei der Ausgabe von Aktien. Daneben sind die in anderen Jurisdiktion gängigen, hierzulande indessen höchst umstrittenen und weitestgehend als nicht zulässig erachteten „Poison Pills“ zu nennen. Gerade diese Form der Abwehrmaßnahmen, also die Ausgabe besonderer Vorzugstitel an die Aktionäre der potentiellen Zielgesellschaft, die ihre Wirkung für den Fall eines feindlichen Übernahmeangebotes entfalten können, spielt in den USA im Rahmen der Abwehr feindlicher Übernahmen eine entscheidende Rolle.

Dies wirft auch ein neues Licht auf die Debatte um die EU-Übernehmerichtlinie. Denn es wurde argumentiert, dass deutsche Unternehmen gegenüber anderen europäischen Unternehmen in ihren Möglichkeiten zur Abwehr feindlicher Übernahmen benachteiligt wären. Indessen beschränkt weniger die Übernehmerichtlinie als vielmehr das deutsche Aktiengesetz die Abwehrmaßnahmen. Nicht zuletzt in Anbetracht dieses Befundes dürfte das Ende der Entwicklung in Bezug auf Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen in Deutschland noch lange nicht abzusehen sein.

²⁵⁴ Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7034, 52.

SCHRIFTTUM

- Bayer*, Walter, Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, 558-622.
- Becker*, Dietrich, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 165 (2001), 280-287.
- Bezzemberger*, Tilman, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, Bonn 1991.
- Bleckmann*, Albert, Staatsrecht II – Die Grundrechte, 4. Auflage, Köln/Berlin/Bonn/München 1997.
- Burkart*, Mike, Economics of Takeover Regulation, Discussion Paper, Stockholm University of Economics, 1999.
- Campbell*, John Y./Lo, Andrew Wen-Chuan/MacKinley, A.Craig, The Econometrics of Financial Markets, 2. print with corrections, Princeton, New Jersey 1997.
- Comment*, Robert/Schwert G.William, Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, Journal of Financial Economics 39 (1995), 3-43.
- Daum*, Thomas, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, in: Europäische Hochschulschriften: Reihe 2, Rechtswissenschaften, Band 1377, Frankfurt am Main/Berlin/New York/Paris/Wien 1993.
- Ekkenga*, Jens /Hofschroer, Josef, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Teil 1 & 2), Deutsches Steuerrecht 2002, 724-734 & 768-777.
- Geibel*, Stephan/Süßmann, Rainer (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Kommentar, München 2002.
- Grinblatt*, Mark/Titman, Sheridan, Financial Markets and Corporate Strategy, Boston, Massachusetts 2002.
- Hahn*, Dieter, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften – Eine juristisch-ökonomische Analyse, München 1992.
- Hauschka*, Christoph E./Roth, Thomas, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht – zugleich ein Beitrag zur internationalen Standortbestimmung des deutschen Aktienrechts, Die Aktiengesellschaft 1988, 181-196.
- Heinsius*, Theodor, Bezugsrechtsausschluß bei der Schaffung von Genehmigtem Kapital – Genehmigtes Kapital II, in: Goerdeler, Reinhard/Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/Odersky, Walter/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag am 29.11.1990, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht – Sonderheft 10, Berlin/New York 1991, 115-131.
- Herrmann*, Marcus, Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien: eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Berücksichtigung des künftigen europäischen Rechts, Abhandlungen zum Recht der internationalen Wirtschaft, Band 28, Heidelberg 1993.
- Hopt*, Klaus J., Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1993, 534-566.

- Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: Schneider, Uwe/Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten/Timm, Wolfram/Grunewald, Barbara/Drygala, Tim (Hrsg.), Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Marcus Lutter zum 80. Geburtstag, Köln 2000, 1361-1400.
- Hopt*, Klaus J./*Wiedemann*, Herbert (Hrsg.), AktG: Großkommentar, Großkommentare der Praxis, 4. Auflage, Berlin/New York ab 1992.
- Hueck*, Goetz, Gesellschaftsrecht: ein Studienbuch, 19. Auflage, München 1991.
- Hüffer*, Uwe (Hrsg.), Aktiengesetz, Kurzkommentare Band 53, 5. Auflage, München 2002.
- Immenga*, Ulrich, Öffentliche Übernahmeangebote, in: Kreuzer, Karl (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Arbeiten zur Rechtsvergleichung, Schriftenreihe der Gesellschaft für Rechtsvergleichung, Band 156, Baden-Baden 1992.
- Jensen*, Michael C., The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, in: Stern, Joel M. /Chew, Donald H. (eds.), The Revolution in Corporate Finance, 3rd edition, Malden 1998.
- Kiem*, Roger, Der Hauptversammlungsentscheid zur Legitimation von Abwehrmaßnahmen nach dem neuen Übernahmegesetz, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000, 1509-1517.
- Kirchner*, Christian, Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesellschaft im Übernahmerecht, Die Aktiengesellschaft 1999, 481-492.
- Kraft*, Gerhard/*Altwater*, Christian, Die zivilrechtliche, bilanzielle und steuerliche Behandlung des Rückkaufs eigener Aktien, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 1998, 448-451.
- Krause*, Hartmut, Die geplante Takeover-Richtlinie der Europäischen Union mit Ausblick auf das geplante deutsche Übernahmegesetz, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2000, 905-913.
- Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, Die Aktiengesellschaft 2002, 133-144.
- Das neue Übernahmerecht, Neue Juristische Wochenschrift 2002, 705-722.
- Die Abwehr feindlicher Übernahmeangebote auf der Grundlage von Ermächtigungsbeschlüssen der Hauptversammlung, Betriebsberater 2002, 1053-1061.
- Der Kommissionsvorschlag für die Revitalisierung der EU-Übernehmerichtlinie, Betriebsberater 2002, 2341-2347.
- Kubner*, Christoph/*Schilling*, Dirk, Maßnahmen der Unternehmensleitung zur Abwehr von Unternehmensübernahmen in der rechts- und wirtschaftspolitischen Diskussion, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2002, 445-477.
- Land*, Volker, Das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Anmerkungen zum Regierungsentwurf –, Der Betrieb 2001, 1707-1713.
- Lutter*, Marcus, Das Vor-Erwerbsrecht/Bezugsrecht der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse, Die Aktiengesellschaft 2000, 342-345.
- Maier-Riemer*, Georg, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 165 (2001), 258-279.
- Manne*, Henry G., Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy 73 (1965), 110-120.
- Merkt*, Hanno, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 165 (2001), 224-257.

- Michalski*, Lutz, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, *Die Aktiengesellschaft* 1997, 152-163.
- Mülbart*, Peter O./*Birke*, Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme –, *Wertpapiermitteilungen* 2001, 705-718.
- Müller*, Welf, *Meinungsspiegel*, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2002, 504.
- Nick*, Rudolf/*Reuter*, Hans-Peter/*Bächle*, Hans-Ulrich, *Handbuch der Aktiengesellschaft-Gesellschaftsrecht-Steuerrecht-Arbeitsrecht*, Loseblattausgabe, Grundwerk, 3. Auflage, Köln 1994.
- Otto*, Hans-Jürgen, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, *Der Betrieb – Sonderbeilage* 12 (1988), 1-12.
- Pötzsch*, 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 –, *Wertpapiermitteilungen* 2000, Sonderbeilage 2.
- Raiser*, Thomas, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 3. Auflage, München 2001.
- Salje*, Peter, „Feindliche Übernahmen“ – Gegenstrategien und Regulierung im zukünftigen europäischen Binnenmarkt, *Juristische Arbeitsblätter* 1990, 321-327.
- Schmidt*, Karsten, *Gesellschaftsrecht*, 4. Auflage, Köln 2002.
- Shleifer*, Andrei/*Summers*, Lawrence H., Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Auerbach, Alan J. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago 1988, 65-88.
- Stein*, Jeremy C., Takeover Threats and Managerial Myopia, *Journal of Political Economy* 96 (1988), 61-80.
- Steinmeyer*, Roland/*Häger*, Michael (Hrsg.), *Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitenausschluss nach §§ 327a ff. AktG*, Berlin 2002.
- Sünner*, Eckert, Zur Abwehr feindlicher Unternehmensübernahmen in Deutschland, in: Westermann, Harm Peter/Rosener, Wolfgang (Hrsg.), *Festschrift für Karlheinz Quack zum 65. Geburtstag am 3. Januar 1991*, Berlin/New York 1991, 457-475.
- Weimar*, Robert/*Breuer*, Jürgen H., International verwendete Strategien der Abwehr feindlicher Übernahmeversuche im Spiegel des deutschen Aktienrechts, *Betriebsberater* 1991, 2309-2321.
- Weisser*, Ralf Dieter, *Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane*, Konstanz 1994.
- Wenger*, Ekkehard, Markt für Unternehmenskontrolle, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre*, Band 6, 2. Auflage, Stuttgart 1995, 1410-1419.
- Weston*, J.Fred/*Siu*, Juan A./*Johnson*, Brian A., *Takeovers, Restructuring, & Corporate Governance*, 3rd edition, New Jersey 2001.
- Winter*, Martin/*Harbarth*, Stephan, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2002, 1-18.
- Zöllner*, Wolfgang (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz – §§ 1-75 AktG*, Band 1, 2. Auflage, Köln/Berlin/Bonn/München 1988.
- *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz – §§ 76-117 AktG und Mitbestimmung im Aufsichtsrat*, Band 2, 2. Auflage, Köln/Berlin/Bonn/München 1996.

Zschocke, Christian, Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Der Betrieb 2002, 79-85.

Arbeitspapiere aus dem Institut für Wirtschaftsrecht
ISSN 1619-5388

Bislang erschienene Hefte

- Heft 1 Wiebe-Katrin Boie, Der Handel mit Emissionsrechten in der EG/EU – Neue Rechtssetzungsinitiative der EG-Kommission, März 2002, ISBN 3-86010-639-2
- Heft 2 Susanne Rudisch, Die institutionelle Struktur der Welthandelsorganisation (WTO): Reformüberlegungen, April 2002, ISBN 3-86010-646-5
- Heft 3 Jost Delbrück, Das Staatsbild im Zeitalter wirtschaftsrechtlicher Globalisierung, Juli 2002, ISBN 3-86010-654-6
- Heft 4 Christian Tietje, Die historische Entwicklung der rechtlichen Disziplinierung technischer Handelshemmnisse im GATT 1947 und in der WTO-Rechtsordnung, August 2002, ISBN 3-86010-655-4
- Heft 5 Ludwig Gramlich, Das französische Asbestverbot vor der WTO, August 2002, ISBN 3-86010-653-8
- Heft 6 Sebastian Wolf, Regulative Maßnahmen zum Schutz vor gentechnisch veränderten Organismen und Welthandelsrecht, September 2002, ISBN 3-86010-658-9
- Heft 7 Bernhard Kluttig/Karsten Nowrot, Der „Bipartisan Trade Promotion Authority Act of 2002“ – Implikationen für die Doha-Runde der WTO, September 2002, ISBN 3-86010-659-7
- Heft 8 Karsten Nowrot, Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz von Internet-Domains, Oktober 2002, ISBN 3-86010-664-3
- Heft 9 Martin Winkler, Der Treibhausgas-Emissionsrechtehandel im Umweltvölkerrecht, November 2002, ISBN 3-86010-665-1
- Heft 10 Christian Tietje, Grundstrukturen und aktuelle Entwicklungen des Rechts der Beilegung internationaler Investitionsstreitigkeiten, Januar 2003, ISBN 3-86010-671-6
- Heft 11 Gerhard Kraft/Manfred Jäger/Anja Dreiling, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Februar 2003, ISBN 3-86010-647-0