



# DISSERTATION

„Die Abwehr feindlicher Übernahmen bei  
Aktiengesellschaften in Deutschland und Österreich“

Verfasser  
Manfred Reichert

angestrebter akademischer Grad  
Doktor der Rechtswissenschaften (Dr. iur.)

Wien, März 2011	
Studienkennzahl lt. Studienblatt:	A 083 101
Dissertationsgebiet lt. Studienblatt:	Rechtswissenschaften
Betreuer:	Univ.-Prof. Dr. Martin Schauer

# Inhaltsverzeichnis

<b>0</b>	<b>Einleitung.....</b>	<b>5</b>
<b>1</b>	<b>Die ökonomischen Motive für Übernahmen.....</b>	<b>11</b>
1.1	Effizienzsteigerungen/Synergien .....	11
1.2	Marktmacht .....	13
1.3	Unterbewertung der Zielgesellschaft .....	14
1.4	Ausbeutung der Zielgesellschaft .....	16
1.5	Schädigung anderer Interessengruppen.....	19
1.6	Persönliche Motive des Bieters .....	22
1.7	Der Markt für Unternehmenskontrolle.....	22
1.8	Motive des Bieters aus den veröffentlichten Übernahmeangeboten.....	25
1.8.1	Veröffentlichungen der BaFin.....	25
1.8.2	Veröffentlichungen der Übernahmekommission .....	27
1.9	Ergebnis.....	28
<b>2</b>	<b>Übernahmebarrieren .....</b>	<b>31</b>
2.1	Aktienrechtliche Übernahmebarrieren .....	32
2.2	„Faktische“ Übernahmebarriere: Shareholder Value .....	33
2.2.1	Das Shareholder Value-Konzept.....	33
2.2.2	Shareholder Value und Gesellschafts- /Unternehmensinteresse .....	34
2.3	Der Aktionärskreis als „faktische“ Übernahmebarriere.....	38
2.3.1	Die Erhaltung des Aktionärskreises .....	38
2.3.1.1	...durch Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien .....	39
2.3.1.2	...oder Genussrechten .....	40
2.3.1.3	Vereinbarungen auf Gesellschafterebene.....	41
2.3.2	Schaffung eines stabilen Aktionärskreises.....	43
2.3.2.1	...durch Kapitalmaßnahmen .....	44
2.3.2.2	...durch Veräußerung eigener Aktien .....	44
2.3.3	Ausschluss des Bezugsrechts .....	45
2.3.3.1	Materielle Voraussetzungen.....	46
2.3.3.2	Bericht des Vorstands.....	50
2.4	Verteidigungsbereitschaft.....	52
2.5	Ergebnis.....	53
<b>3</b>	<b>Statuarische Übernahmehindernisse.....</b>	<b>55</b>
3.1	Namensaktien .....	55
3.1.1	Verbreitung von Namensaktien.....	56
3.1.2	Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien.....	56
3.1.3	Vinkulierte Namensaktien.....	57
3.1.4	Verweigerung der Zustimmung zur Aktienübertragung .....	58
3.1.5	Umgehung der Vinkulierung.....	60
3.2	Entsendungsrechte.....	61
3.3	Einschränkung der Wählbarkeit von Organmitgliedern.....	62
3.4	Gestaffelte Amtszeiten .....	63
3.5	Stimmrechtsbeschränkungen.....	64
3.6	Erhöhte Zustimmungsquoten .....	65

3.7	Sonstige statuarische Erschwernisse .....	66
3.8	Europäische Durchbrechungsregel.....	66
3.9	Ergebnis.....	68
<b>4</b>	<b>Handlungsspielräume vor Angebotslegung .....</b>	<b>70</b>
4.1	Maßnahmen auf der Grundlage von Beschlüssen der Hauptversammlung .....	71
4.1.1	Ordentliche Kapitalerhöhung .....	71
4.1.2	Genehmigtes Kapital .....	72
4.1.3	Ausschluss des Bezugsrechts .....	73
4.1.4	Ausgabe von Options- und Wandelanleihen .....	74
4.1.5	Erwerb eigener Aktien .....	77
4.1.5.1	Zweckneutraler Erwerb .....	78
4.1.5.2	Erwerb eigener Aktien und Übernahmerecht.....	80
4.2	Eigenständige Maßnahmen des Vorstands.....	81
4.2.1	Eingehen von Beteiligungen .....	82
4.2.2	Sicherungs-GmbH/Abwehrholding.....	84
4.2.3	Börsengang von Tochterunternehmen .....	85
4.2.4	Veräußerung von Gesellschaftsvermögen.....	86
4.2.5	Besondere Gestaltungsformen bei Dauerschuldverhältnissen .....	88
4.2.6	Erwerb von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen .....	89
4.2.7	Sonstige Maßnahmen („poison pills“) .....	90
4.3	Zulässigkeit von Präventivmaßnahmen .....	91
4.3.1	Schadigungsverbot .....	92
4.3.2	Unternehmensinteresse.....	93
4.3.3	Treuepflicht .....	94
4.3.4	Gleichbehandlungsgrundsatz .....	95
4.3.5	Neutralitätspflicht.....	96
4.3.5.1	Meinungsstand vor Kodifizierung des Übernahmerechts .....	96
4.3.5.2	Neutralitätspflicht und Übernahmerecht .....	97
4.3.5.3	Präventive Abwehrmaßnahmen und Neutralitätspflicht .....	98
4.3.6	Übernahmerechtliche Beschränkungen (§ 33 WpÜG, § 12 ÜbG).....	101
4.4	Ergebnis.....	102
<b>5</b>	<b>Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs 2 WpÜG.....</b>	<b>106</b>
5.1	Historischer Hintergrund.....	106
5.2	Ermächtigungsbeschluss .....	107
5.3	Die Reichweite der Delegationskompetenz .....	109
5.4	Berichtspflicht .....	112
5.5	Zustimmung des Aufsichtsrates .....	113
5.6	Weitergeltende Rechte der Hauptversammlung.....	113
5.7	Praktische Bedeutung der Vorratsbeschlüsse.....	114
<b>6</b>	<b>Due Diligence-Prüfung.....</b>	<b>116</b>
6.1	Gestattung der Due Diligence-Prüfung .....	117
6.2	Verschwiegenheitspflicht und Due Diligence-Prüfung.....	117
6.3	Due Diligence bei konkurrierenden Bietern.....	122
6.4	Pflicht des Bieters zur Due Diligence-Prüfung.....	124
6.5	Geheimhaltungspflichten und Insiderrecht .....	126
6.6	Ergebnis.....	128

<b>7</b>	<b>Stellungnahme der Zielgesellschaft .....</b>	<b>130</b>
7.1	Fristen.....	130
7.2	Die Pflicht zur Stellungnahme .....	131
7.3	Inhaltliche Anforderungen an die Stellungnahme.....	134
7.4	Konkreter Inhalt der Stellungnahme .....	136
7.5	Ermittlungspflichten des Vorstands .....	140
7.6	Stellungnahme der Arbeitnehmer.....	142
7.7	Der Sachverständige nach ÜbG .....	143
7.8	Werbemaßnahmen der Zielgesellschaft .....	144
7.9	Ergebnis.....	146
<b>8</b>	<b>Vom Nutzen der „gesetzlichen“ Übernahmeabwehr.....</b>	<b>148</b>
8.1	Zustimmung durch Hauptversammlung.....	148
8.2	Übernahmeabwehr durch die Hauptversammlung.....	149
8.3	Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot.....	151
8.4	Gründe für die Ablehnung eines Übernahmeangebots .....	152
8.4.1	Nichtberücksichtigung von Aktionärsinteressen.....	153
8.4.2	Vernachlässigung der übrigen Interessen.....	153
8.4.3	Bedenken gegen die Person des Bieters .....	155
8.4.4	Zweifel am unternehmerischen Konzept.....	155
8.4.5	Persönliche Betroffenheit .....	156
8.4.6	Empirische Befunde .....	157
8.5	Ergebnis.....	159
<b>9</b>	<b>Das Verhinderungsverbot und seine Ausnahmen.....</b>	<b>161</b>
9.1	„Europäisches“ Verhinderungsverbot und nationale Umsetzung .....	162
9.2	Verhinderungsverbot nach § 12 ÜbG.....	165
9.3	Ausnahmen vom Verhinderungsverbot nach § 12 ÜbG .....	167
9.3.1	Tagesgeschäft und bereits beschlossene Maßnahmen .....	167
9.3.2	Ausnahme: „Extremfälle“ .....	169
9.3.3	Handlungsspielräume nach § 12 ÜbG.....	170
9.4	Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG.....	172
9.4.1	Die Ausnahmen vom Verhinderungsverbot.....	174
9.4.1.1	Handlungen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters..	174
9.4.1.2	Handlungen mit Zustimmung des Aufsichtsrates .....	177
9.4.1.3	Verfassungswidrigkeit der Ausnahmetatbestände?.....	179
9.4.2	Konkurrierende Ausnahmetatbestände .....	180
9.4.2.1	Uneingeschränkte Nutzung allgemeiner Ermächtigungen.....	180
9.4.2.2	„Sperrwirkung“ des § 33 Abs 2 WpÜG.....	181
9.4.2.3	Anwendungsüberschneidung .....	182
9.4.2.4	Abwägung .....	182
9.4.3	Ausnahmen nach dem LuftNaSiG.....	185
9.4.4	Pflicht zur Übernahmeabwehr?.....	185
9.5	Zulässige Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs 1 WpÜG.....	186
9.5.1	Abwehrgeeignete Geschäftsführungsmaßnahmen .....	186
9.5.2	Zustimmungsverweigerung bei vinkulierten Namensaktien.....	189
9.5.3	Grenzen der Ausnahmetatbestände .....	191

<b>10</b>	<b>Übernahmeabwehr und Rechtsschutz.....</b>	<b>194</b>
10.1	Verlängerung der Annahmefrist.....	194
10.2	Rechtsschutz bei mangelhaften Übernahmeangeboten.....	196
10.2.1	Untersagung des Angebots.....	196
10.2.2	Interventionsmöglichkeiten der Zielgesellschaft.....	197
10.2.3	Rechtsmittel der Zielgesellschaft.....	198
10.3	Handlungsspielräume nach erfolgter Übernahme.....	203
10.4	Ergebnis.....	204
<b>11</b>	<b>Haftungen und Sanktionen.....</b>	<b>206</b>
11.1	Unzulässige repressive Abwehrmaßnahmen.....	206
11.1.1	Fehlende Zustimmung der Hauptversammlung.....	206
11.1.2	Nichtvorliegen der Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 WpÜG.....	208
11.1.3	Haftung gegenüber Aktionären.....	211
11.1.4	Sanktionen bei Verletzung des Verhinderungsverbots.....	214
11.2	Verletzung der Stellungnahmepflicht (§ 27 WpÜG/§ 14 ÜbG).....	215
11.3	Unzulässige Werbung.....	218
11.4	Maßnahmen der Übernahmeprophylaxe.....	218
11.5	Sonstige Haftungstatbestände.....	222
11.6	D&O-Versicherung.....	224
11.7	Ergebnis.....	225
<b>12</b>	<b>Zusammenfassung.....</b>	<b>227</b>
	<b>Anlage 1: Übernahmeangebote (Deutschland) seit 2007.....</b>	<b>242</b>
	<b>Anlage 2: Übernahmeangebote (Österreich) seit 2004.....</b>	<b>247</b>
	<b>Anlage 3: Ausgewählte Übernahmeauseinandersetzungen.....</b>	<b>248</b>
	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>249</b>
	<b>Abkürzungsverzeichnis.....</b>	<b>273</b>
	<b>Abstract.....</b>	<b>276</b>
	<b>Lebenslauf.....</b>	<b>279</b>

## 0 Einleitung

Jede börsennotierte Aktiengesellschaft kann - unabhängig von Substanz und Ertrag - Ziel einer Übernahme sein. US-amerikanische Bilanz- und Börsenkursstudien haben nachgewiesen, dass Unternehmen unterdurchschnittlicher Profitabilität<sup>1</sup> und/oder negativer Kursentwicklung<sup>2</sup>, die die Erwartungen des Marktes<sup>3</sup> oder der Aktionäre<sup>4</sup> enttäuscht haben, ebenso betroffen sein können wie Unternehmen mit branchendurchschnittlicher<sup>5</sup> oder hoher Profitabilität<sup>6</sup> sowie Unternehmen mit hohem Liquiditätsgrad und unausgeschöpften Kreditmöglichkeiten<sup>7</sup>. Eine deutsche Studie kommt zu dem Ergebnis, dass es zu Übernahmen kommt, wenn die Ertragskraft von Bieter und Zielgesellschaft in etwa gleich sind<sup>8</sup>.

Übernahmen können die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen steigern und so den Wohlstand der nationalen Volkswirtschaft erhöhen<sup>9</sup>. Empirisch belegt ist, dass die Aktionäre von Zielgesellschaft mit Kurswertsteigerung von 15 bis zu 50% von der Übernahme profitieren<sup>10</sup>. Eine hohe Übernahmeprämie bedingt, dass der Erwerber das Unternehmen effizienter nutzt<sup>11</sup>, was nicht immer gelingt, wie Untersuchungen über diversifizierte Unternehmenszusammenschlüsse beweisen, die zu deutlichen Wertverlusten für die Aktionäre der Bietergesellschaft führten<sup>12</sup>. Mitunter werden mit Übernahmen nur vorhandene Werte aufgedeckt oder in Form eines Nullsummenspiels verschoben oder

---

<sup>1</sup> Mandelker, Risk and Return: The Case of Merging Firms, *Journal of Financial Economics* 1973, 303; Asquith, Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics* 1983, 51.

<sup>2</sup> Morck/Shleifer/Vishny, Alternative Mechanisms for Corporate Control, *American Economic Review* 1989, 842 (846 - Tabelle 1); Seifert/Voth, Marktdisziplin statt Konsens, in von Rosen/Seifert, *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen* (1999) 187 (192).

<sup>3</sup> Mülbert/Birke, Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, *WM* 2001, 705 (707 FN 32).

<sup>4</sup> Seifert/Voth in von Rosen/Seifert, *Übernahme* 187 (192), mit Hinweis auf eine Untersuchung der Fortune 500-Unternehmen aus den USA.

<sup>5</sup> Krause, *Das obligatorische Übernahmeangebot – Eine juristische und ökonomische Analyse* (1996) 97 (98 FN 35).

<sup>6</sup> Herman/Loewenstein, The Efficiency Effects of Hostile Takeovers, in *Coffee/Loewenstein/Rose-Ackerman, Knights, Raiders & Targets* (1988) 211 (225); Ravenscraft/Scherer, Mergers and Managerial Performance, in *Coffee/Loewenstein/Rose-Ackerman, Knights, Raiders and Targets* (1988) 194 (197): "golden nuggets".

<sup>7</sup> Strotmann, *Feindliche Unternehmensübernahmen in den USA* (1994) 6.

<sup>8</sup> Cable/Palfrey/Runge, Economic Determinants and Effects of Mergers in West-Germany 1964 – 74, *ZgS* 136 (1980) 226 (230).

<sup>9</sup> Jensen, The Takeover-Controversy: Analysis and Evidence, in *Coffee/Loewenstein/Rose-Ackerman, Knights, Raiders and Targets* (1988) 314 (315); Hirte/Heinrich, *Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 33*.

<sup>10</sup> Hirte/Heinrich, *Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 5*.

<sup>11</sup> Jensen in *Coffee/Loewenstein/Rose-Ackerman, Knights, Raiders and Targets* 314 (315); Easterbrook/Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 124; Kainer, *Unternehmensübernahmen im Binnenmarktrecht* (2004) 38.

<sup>12</sup> Bradley/Desai/Kim, Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between Stockholders of Target and Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 1988, 3.

Unternehmen werden aus wertindifferenten Motiven erworben<sup>13</sup>. Ob Übernahmen zum allgemeinen Nutzen beitragen, wurde vom Gesetzgeber offen gelassen. Mit der EU-Übernehmerichtlinie und deren Umsetzung sollten die Finanzplätze der Mitgliedstaaten gestärkt und Hürden für die Investitionsbereitschaft privater und institutioneller Anleger abgebaut werden<sup>14</sup>. Unternehmensübernahmen sollten weder gefördert noch verhindert werden, das Übernahmerecht soll Leitlinie für ein geordnetes und faires Verfahren sein<sup>15</sup>.

Strategische Investoren streben die operative Kontrolle über ein anderes Unternehmen an, um die eigene Unternehmenssituation zu verbessern und damit den Fortbestand des Unternehmens zu sichern<sup>16</sup>. Übernahmen werden zunehmend zum Standardinstrument für Unternehmen, deren Möglichkeiten für Wachstum aus eigener Kraft nur noch gering zu veranschlagen sind<sup>17</sup>; es sind auf Dauer angelegte („strategische“) Investments. Aber auch Finanzinvestoren gewinnen zunehmende Bedeutung im Übernahmemarkt; auf der Grundlage einer weltweiten Asset-Allokation werden Gesellschaften übernommen, um mittelfristig eine attraktive Rendite zu erwirtschaften oder um aktiv Einfluss auf das Management der Beteiligung zu nehmen, das Unternehmen umzustrukturieren und es dann nach einigen Jahren gewinnbringend zu veräußern. Neben „klassischen“ Beteiligungsgesellschaften spielen hierbei zunehmend Hedgefonds<sup>18</sup> als Prototyp des kurzfristigen Investors<sup>19</sup> eine Rolle, wobei diese bislang nur einen kleinen Teil ihres eingesammelten Vermögens zur Steuerung eines übernommenen Unternehmens einsetzen<sup>20</sup>; das wesentliche Anlageziel von Finanzinvestoren liegt in der Erzielung von attraktiven Dividenden und Kursgewinnen.

Zur Kontrolle einer Aktiengesellschaft ist zwar grundsätzlich der Besitz der Mehrheit der stimmberechtigten Gesellschaftsanteile erforderlich. Da in der Hauptversammlung einer

---

<sup>13</sup> *Fleischer/Kalss*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002) 34.

<sup>14</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz<sup>2</sup> (2007) Einleitung Rz 21; *Bydlinki/Winner*, Das neue Übernahmegesetz, ÖBA 1998, 913; näher zu den Zielen des österreichischen Gesetzgebers: *Doralt*, Überlegungen zur Gestaltung der Vorschriften über das Recht des öffentlichen Übernahmeangebotes in Österreich, in *Forster/Grunewald/Lutter/Semler (Hrsg)*, Aktien und Bilanzrecht, Festschrift für Bruno Kropff (1997) 54 (65); *Doralt/Winner*, Antikritisches zum Ministerialentwurf des Übernahmegesetzes, *ecolex* 1997, 936 (937); für Deutschland *BegrRegE BT-Dr 14/7034* 28.

<sup>15</sup> *Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2005) Einleitung Rz 44.

<sup>16</sup> *Schuster/Rudolf*, Übernahmerecht in der Schweiz, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 52.

<sup>17</sup> *Timmreck/Bäzner*, M&A als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung, in *Picot*, Handbuch Mergers & Acquisitions<sup>4</sup> (2008) 83.

<sup>18</sup> Zum Problem der Regulierung des Marktes für Private Equity: *Rudolph*, Funktionen und Regulierung der Finanzinvestoren, *ZGR* 2008, 161.

<sup>19</sup> *Schmolke*, Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, *ZGR* 2007, 701 (712).

<sup>20</sup> *Schmolke*, *ZGR* 2007, 701 (717) verweist auf Studien, wonach der Anteil bei 5 Prozent liegt.

Aktiengesellschaft aber die präsenten Aktionäre ausschlaggebend sind, genügt für eine Mehrheit häufig schon ein Anteil von deutlich weniger als 50% des stimmberechtigten Grundkapitals. Sowohl das deutsche als auch das österreichische Übernahmerecht berücksichtigen dies, indem die Kontrollschwelle auf 30% festgelegt wird<sup>21</sup>. Wegen der breiten Streuung des Kapitals ist zur Kontrollerlangung häufig die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots erforderlich<sup>22</sup>, mit dem sich der Bieter unmittelbar an die Anteilsinhaber der Zielgesellschaft wendet, um deren Anteile innerhalb eines festgesetzten Zeitraums zu verpflichtenden Bedingungen zu erwerben. Wird die Kontrolle durch ein öffentliches Übernahmeangebot erlangt, so kann ein strategischer Bieter ohne weitere übernahmerechtliche Beschränkungen (§ 35 Abs 3 WpÜG/§ 25a Abs 1 ÜbG) eine qualifizierte Mehrheit - zB durch Kauf über die Börse - erwerben; für Finanzinvestoren ist der Kontrollerwerb ausreichend, sofern ein dauerhaftes Engagement nicht beabsichtigt ist<sup>23</sup>.

Ein „freundliches“ Übernahmeangebot liegt vor, wenn das Management der Zielgesellschaft der Übernahme zustimmt<sup>24</sup>, etwa weil Synergien erschlossen werden können<sup>25</sup> oder der Bieter einen besseren Zugang zum Kapitalmarkt eröffnet und so die Fremdfinanzierung für die Zielgesellschaft erleichtert<sup>26</sup>. Für den Erwerber ist die freundliche Übernahme vorteilhaft, da er in Abstimmung mit dem Management der Zielgesellschaft den Übernahmepreis angemessen kalkulieren kann; die Erfolgsaussichten der Transaktion werden verbessert, da der Erwerber auf loyale Mitarbeiter trifft, die ihn bei der Einführung neuer Unternehmenskonzepte unterstützen können. Ein Einvernehmen mit dem Management der Zielgesellschaft ist für das Gelingen der Transaktion häufig unabdingbar, die Mehrzahl der Unternehmensübernahmen in Deutschland und Österreich vollzieht sich auf diesem Weg.

Der Vorstand der Zielgesellschaft wird ein Übernahmeangebot als „feindlich“ auffassen, wenn Nachteile für die Gesellschaft zu befürchten sind, etwa durch Verlagerung von Kosten

---

<sup>21</sup> Die Kontrollschwelle war bereits im Gesetzgebungsverfahren – weil zu hoch – umstritten und steht weiterhin in der Kritik; siehe Jahresbericht 2008 der Übernahmekommission, die die Schwelle zumindest bei 25% ansiedelt; auch aufgegriffen im Jahresbericht 2009 mit der Befürchtung „des faktischen Kontrollwechsels ohne Angebotspflicht“.

<sup>22</sup> *Winner*, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme: Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz (2002) 17.

<sup>23</sup> *Schanz*, Börseneinführung<sup>3</sup> § 20 Rz 18.

<sup>24</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 19.

<sup>25</sup> *Bebchuk*, The Pressure to Tender: An Analysis and a proposed Remedy, Delaware Journal of Corporate Law 1987, 911 (914).

<sup>26</sup> *Immenga/Noll*, Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht - Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1990) 28.

des Bieters auf die Zielgesellschaft<sup>27</sup>, durch Ausbeutung der Minderheitsaktionäre<sup>28</sup>, durch Ausschüttung (überschüssiger) liquider Mittel an die Aktionäre<sup>29</sup> oder weil den Bieter nur die Maximierung der eigenen Unternehmensgröße interessiert<sup>30</sup>; zudem ist erfahrungsgemäß ein beachtlicher Teil der Übernahmen nicht erfolgreich<sup>31</sup>. Zu befürchten ist außerdem, dass der Bieter ein leistungsfähigeres Management einsetzt<sup>32</sup>. Deshalb kann selbst der beabsichtigte Erwerb eines für Österreich typischen Mehrheitspaketes auf ein übernahme-unwilliges Management treffen<sup>33</sup>. Auch bei einem Pflichtangebot nach vollzogenem Kontrollerwerb ist eine ablehnende Haltung des Vorstands denkbar, wenn etwa die Stellung des Kontrollerwerbers nicht hinreichend gefestigt ist<sup>34</sup>. In der Praxis sind bislang in Deutschland und Österreich nur wenige feindliche Übernahmen zu verzeichnen. Ob die Zahl der Fälle sich an die Entwicklung in den USA angleicht oder ob es bei einer geordneten „Managementidylle“<sup>35</sup> verbleibt, lässt sich nicht prognostizieren.

Feindliche Übernahmeangebote bergen erhebliches Konfliktpotential, da das Management versucht, die Übernahme zu verhindern, obwohl die Aktionäre häufig verkaufsbereit sind. Dieser Konflikt sollte durch die EU-Übernehmerichtlinie gelöst werden, die für verhinderungsgeeignete Maßnahmen des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft ein generelles Verhinderungsverbot<sup>36</sup> vorsieht. Hiervon ausgenommen sind Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs sowie Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs, die schon vor Veröffentlichung eines Übernahmeangebots gefasst und teilweise umgesetzt wurden, Maßnahmen mit Zustimmung der Hauptversammlung und die Suche nach einem konkurrierenden Angebot (Art 9 EU-Übernehmerichtlinie). Die EU-Kommission verfolgte ursprünglich mit der Richtlinie ein für alle Mitgliedstaaten

---

<sup>27</sup> Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen (1991) 135; Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot 121.

<sup>28</sup> Fleischer/Kalss, WpÜG 34; Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot 105; Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 127.

<sup>29</sup> Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review 1986, 323; Jensen, Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives 1988, 21.

<sup>30</sup> Jensen, The American Economic Review 1986, 323.

<sup>31</sup> Bühner, Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse empirischer Analysen (1990) 89 (99).

<sup>32</sup> Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy 1965, 110 (112); Easterbrook/Fischel, Corporate Control Transactions, Yale Law Journal 1982, 698.

<sup>33</sup> Doralt, Der ökonomische Hintergrund und die Interessengegensätze bei Übernahmeangeboten, in Doralt, Nowotny, Schauer (Hrsg), Takeover-Recht - Rechtsvergleichende Berichte, Entwurf der 13. EG-Richtlinie und österreichischer Ministerialentwurf 1997 (1997) 4 mit Verweis auf die Fälle Veitscher Magnesit AG/Kahane-Konzern und Creditanstalt/Bank Austria.

<sup>34</sup> Winner, Zielgesellschaft 20.

<sup>35</sup> Adams, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, AG 1990, 63 (66).

<sup>36</sup> Der Begriff dürfte sich gegenüber Vereitelungsverbot, Neutralitätsgebot ua nunmehr durchgesetzt haben: Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 26; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 56.

einheitliches Regelungskonzept („level playing field“). Da hierfür aber die politische Akzeptanz fehlte, wurden in Form einer Rahmenrichtlinie nur Mindeststandards gesetzt, die konkrete Umgestaltung aber den Mitgliedstaaten überlassen<sup>37</sup>. Durch nationales Recht können Gesellschaften von der Anwendung des Verhinderungsverbots freigestellt werden, diese müssen nur die Möglichkeit haben, sich dem europäischen Verbot zu unterwerfen (Art 12 EU-Übernahmerichtlinie).

Während sich der österreichische Gesetzgeber mit § 12 ÜbG streng an die europäischen Vorgaben hält<sup>38</sup>, hat der deutsche Gesetzgeber in § 33 WpÜG Ausnahmen vom Verhinderungsverbot zugelassen<sup>39</sup>, die einen „protektionistischen Zug in Richtung eines Übernahmeverhinderungsgesetzes“<sup>40</sup> befürchten lassen. Ob diese Befürchtung zu Recht besteht, soll anhand einer umfassenden Untersuchung der tatsächlichen Handlungsspielräume der Vorstände deutscher und österreichischer Aktiengesellschaften bei einer feindlichen Übernahme einer Klärung zugeführt werden. Hierfür ist es zunächst erforderlich, die ökonomischen Motive eines Bieters, der ein strategischer oder ein finanzieller Investor sein kann, zu beschreiben. Anhand empirischer Studien, die vor allem in den USA in den 80er Jahren vor dem Hintergrund einer Vielzahl stattgefundener Unternehmensübernahmen durchgeführt wurden<sup>41</sup>, soll die aktuelle Relevanz der einzelnen Motive für Übernahmen in Deutschland und Österreich bestimmt werden. Dazu werden auch die von der BaFin und der Übernahmekommission veröffentlichten Übernahmeangebote ausgewertet. Die Handlungsspielräume des Vorstands bei einer feindlichen Übernahme sollen nicht nur für den Zeitpunkt ab Angebotslegung betrachtet werden, vielmehr sollen alle Möglichkeiten zur Verhinderung oder Erschwerung einer feindlichen Übernahme untersucht werden. Hierzu gehören Übernahmehindernisse, die sich insbesondere aus aktienrechtlichen Regelungen ergeben, die aber auch aus einem wohl gesinnten Aktionärskreis resultieren können; auch statutarische Übernahmehindernisse können - soweit nicht vorhanden - auf Initiative des Vorstands durch die Hauptversammlung beschlossen werden. Im Zeitraum vor Angebotslegung kann der Vorstand präventive Abwehrmaßnahmen ergreifen und eine angefragte Due Diligence-Prüfung zur Positionierung gegen eine Übernahme nutzen; nach Angebotslegung können mit der Stellungnahme der Unternehmensorgane zu dem

---

<sup>37</sup> *Seibt/Heiser*, Analyse der EU-Übernahmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts, ZGR 2005, 200 (201).

<sup>38</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 77.

<sup>39</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 8: „deutsches übernahmerechtliches Verhinderungsverbot“.

<sup>40</sup> *Baums/Rieder* in *Baums/Thoma*, WpÜG Einleitung 1.9.

<sup>41</sup> *Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG Einleitung Rz 6 .

Übernahmeangebot (§ 27 WpÜG/§ 14 ÜbG) oder durch Werbemaßnahmen die Aktionäre von den Nachteilen einer Übernahme überzeugt werden. Untersucht wird auch, ob die Einlegung von Rechtsmitteln nach erfolgtem Übernahmeangebot zusätzliche Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr verschafft. Ob das „deutsche“ Verhinderungsverbot den Handlungsspielraum zur Übernahmeabwehr tatsächlich erweitert, hängt zum einen vom Nutzen der gesetzlichen Ausnahmen vom Verhinderungsverbot (Suche nach einem konkurrierenden Bieter, Maßnahmen mit Zustimmung der Hauptversammlung), zum anderen von den aktienrechtlichen Grenzen für die Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 und Abs 2 WpÜG, von betriebswirtschaftlichen Erfordernissen und zeitlichen Restriktionen ab. Eine immanente Einschränkung erfahren die Handlungsspielräume durch Haftungen und Sanktionen, die daher ebenfalls dargestellt werden.

Mit der Arbeit sollen die Fragen beantwortet werden, mit welchen Maßnahmen der Vorstand einer deutschen oder österreichischen Aktiengesellschaft effizient einer feindlichen Übernahme entgegenwirken kann und ob sich tatsächlich signifikante Unterschiede, insbesondere durch die unterschiedliche Fassung des Verhinderungsverbots, für die Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr ergeben.

# 1 Die ökonomischen Motive für Übernahmen

Da grundsätzlich jede börsennotierte Aktiengesellschaft Ziel einer feindlichen Übernahme sein kann, sollte der Vorstand über eine langfristig angelegte Abwehrstrategie verfügen, der eine Analyse der „Verwundbarkeit“<sup>42</sup> zugrunde liegt. Diese soll Aussagen zur Attraktivität der Gesellschaft als Übernahmeziel und über mögliche Interessenten treffen<sup>43</sup>. Wenn auch die Entscheidung für ein Übernahmeangebot in der Regel auf einem „individuellen Motivationsgeflecht“<sup>44</sup> beruht, erlaubt erst die genaue Kenntnis der ökonomischen Motive eines potenziellen Bieters eine Einschätzung der Übernahmewahrscheinlichkeit. Rechtzeitiger Erkenntnisgewinn über das Übernahmerisiko verschafft dem Vorstand einer Zielgesellschaft den größtmöglichen Handlungsspielraum zur Abwehr einer feindlichen Übernahme.

Die Gründe für Unternehmenszusammenschlüsse wurden vor allem in den USA theoretisch herausgearbeitet<sup>45</sup> und empirisch untersucht<sup>46</sup>. Die dortige Kapitalmarktforschung hat eine Vielzahl an Auslösern für Unternehmenszusammenschlüsse identifiziert. Diese sollen nachfolgend dargestellt und auf ihre Relevanz anhand der veröffentlichten Übernahmeangebote in Deutschland und Österreich überprüft werden.

## 1.1 Effizienzsteigerungen/Synergien

Herausragendes Motiv für eine Unternehmensübernahme durch einen strategischen Investor ist die Erzielung von Synergiegewinnen und Effizienzsteigerungen<sup>47</sup>. In der Betriebswirtschaftslehre hat sich noch keine einheitliche Auffassung über den Inhalt des Synergiebegriffs herausgebildet<sup>48</sup>; überwiegend werden Synergien als fusions- oder

---

<sup>42</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 182; Schanz, Börseneinführung<sup>3</sup> § 20 Rz 82.

<sup>43</sup> Krause, Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, AG 2002, 133 (134).

<sup>44</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 206.

<sup>45</sup> Easterbrook, Two agency cost explanations of dividends, American Economic Review 1984, 650; Gort, An Economic Disturbance Theory of Mergers, Quarterly Journal of Economics 1969, 624 – abgedruckt in Cosh/Hughes, Takeovers I (1998) 3; Jensen, American Economic Review 1986, 323.; Jensen, Journal of Economic Perspectives 1988, 21; Mueller, A Theory of Conglomerate Mergers, Quarterly Journal of Economics 1969, 643, abgedruckt in Cosh/Hughes, Takeovers I (1998) 267; Roll, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, Journal of Business 1986, 197.

<sup>46</sup> Jarrell/Brickley/Netter, The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, Journal of Economic Perspectives 1988, 49; Jensen, Journal of Economic Perspectives 1988, 21; Jensen/Ruback, The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics 1983, 5; Scherer, Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments, Journal of Economic Perspectives 1988, 69; Shleifer/Vishny, Value Maximization and the Acquisition Process, Journal of Economic Perspectives 1988, 7.

<sup>47</sup> Ebert, Evaluation von Synergien bei Unternehmenszusammenschlüssen (1998) 164; Gilson/Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions<sup>2</sup> (1995) 258; Bradley/Desai/Kim, Journal of Financial Economics 1988, 3.

<sup>48</sup> Ebert, Evaluation 22.

akquisitionsbedingte Veränderungskräfte beschrieben, deren Wirkung sich im neuen Unternehmensverbund entfaltet<sup>49</sup>. Der Erwerber will nicht die erworbene Zielgesellschaft optimieren, sondern sein Konzernergebnis<sup>50</sup>. Der Wert der neuen Unternehmensverbindung soll damit die Summe des Wertes der bis dahin unverbundenen Unternehmen übersteigen<sup>51</sup>, indem zB bei horizontalen Zusammenschlüssen eine optimale Betriebsgröße oder bei vertikalen Zusammenschlüssen eine bessere Nutzung von Unternehmensressourcen bewirkt wird. Operative Synergien<sup>52</sup> ergeben sich in erster Linie durch Skaleneffekte (Vorteile aus der gewachsenen Betriebsgröße, zB bessere Kapazitätsauslastung und günstigere Einkaufskonditionen) oder durch die gemeinsame Nutzung von Ressourcen (Faktoren oder Prozesse, die mehrfach genutzt werden können ohne dabei verbraucht zu werden<sup>53</sup>, gemeinsame Nutzung immaterieller Vermögenswerte, wie zB Markenrechte<sup>54</sup> oder Patente, Vorteile bei der Kapitalbeschaffung am Kapitalmarkt und bei den Konditionen für Kapitalanlagen<sup>55</sup>).

Durch empirische Studien ist belegt, dass die Nutzung von Synergien das vorrangige Motiv für Übernahmen ist<sup>56</sup>, weil höhere Gewinne erzielt werden können<sup>57</sup>, was allerdings ein späteres Scheitern nicht ausschließt. US-amerikanische Börsenkursstudien aus den 70er und 80er Jahren kommen sogar zu dem Ergebnis, dass Synergiegewinne häufig nicht erzielt werden<sup>58</sup>, in einzelnen Fällen seien sogar Verluste eingetreten<sup>59</sup>. Steigende Aktienkurse wurden hauptsächlich für die Zielgesellschaft beobachtet<sup>60</sup>, wobei nicht ausgeschlossen werden könne, dass dieser Anstieg durch andere Faktoren bedingt ist<sup>61</sup>. Weitere Studien belegen, dass Unternehmenszusammenschlüsse wieder aufgehoben wurden, da keine Synergiegewinne erzielt werden konnten<sup>62</sup>, weil das Potential hierfür nicht vorhanden war

---

<sup>49</sup> *Wöginger*, Synergien bei Mergers & Acquisitions - Das Synergy-Value-Konzept (Dissertation Wien 2003) 14.

<sup>50</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 23.

<sup>51</sup> *Ebert*, Evaluation 18.

<sup>52</sup> *Hirte/Heinrich*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 12; *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002) 70.

<sup>53</sup> *Ebert*, Evaluation 57.

<sup>54</sup> dazu ausführlich: *Friedhoff*, Marken in der Übernahmeabwehr (2006) 20.

<sup>55</sup> *Ebert*, Evaluation 52.

<sup>56</sup> *Hirte/Heinrich*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 14; *Ebert*, Evaluation 164.

<sup>57</sup> *Romano*, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, in *Hopt/Wymeersch*, European Takeovers, Law and Practice (1992) 3 (7).

<sup>58</sup> *Herman/Lowenstein* in *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman*, Knights, Raiders and Targets 222;

*Ravenscraft/Scherer* in *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman*, Knights, Raiders and Targets 194.

<sup>59</sup> *Reul*, Pflicht zur Gleichbehandlung 179 (FN 323 – 328).

<sup>60</sup> *Jensen/Ruback*, Journal of Financial Economics 1983, 5 – Table 3 (12).

<sup>61</sup> *Reul*, Pflicht zur Gleichbehandlung 170, nennt als möglichen Grund auch eine der Unterbewertung der Zielgesellschaft.

<sup>62</sup> *Krause*, Das obligatorische Übernahmeangebot 101.

oder nicht richtig genutzt wurde<sup>63</sup>. Derartige Fehleinschätzungen lassen sich nicht verhindern, das wirtschaftliche Risiko steigt, wenn die Aktionäre dem Management Anreize für Unternehmensübernahmen setzen<sup>64</sup>.

Um die Gefahr des Scheiterns zu verringern wird in der Regel bei einer Übernahme zur Erzielung von Synergie- und Effizienzgewinnen das Einvernehmen mit dem Management der Zielgesellschaft gesucht. Einzelne Synergiepotentiale können schnell erschlossen werden (zB die Bündelung von Einkaufsmacht), wesentliche Effizienzgewinne lassen sich aber nur durch erheblichen Zeit- und Kostenaufwand erreichen (zB die Vereinheitlichung der Datenverarbeitung oder Aufbau eines gemeinsamen Cash-Managements). Für weitergehende Maßnahmen (zB Verlagerung oder Zusammenlegung von Unternehmensteilen und betrieblichen Funktionen, Anpassung bestehender Filialnetze) können langwierige Umstrukturierungen bei Zielgesellschaft und Bieter erforderlich werden<sup>65</sup>. Schon bei der Erstellung einer möglichst genauen und realistischen Synergierechnung ist der Bieter auf die konstruktive Mitwirkung des Managements der Zielgesellschaft angewiesen; dies gilt in besonderem Maße für die spätere Umsetzung. Müsste der Vorstand erst abgelöst werden, so besteht das Risiko des Verlustes von Führungskompetenz und Wissen; Zeit- und Informationsdefizite können den wirtschaftlichen Erfolg einer Übernahme nachhaltig gefährden. Deshalb wird der strategische Bieter eine synergiemotivierte Übernahme nur angehen, wenn das Angebot auf Zustimmung des Managements der Zielgesellschaft stößt. Rechtlich bestehen gegen derartige Übernahmen zur keine Bedenken, „solange damit keine Wettbewerbsbeschränkung verbunden ist“<sup>66</sup>.

## **1.2            *Marktmacht***

Mit einer Übernahme eines Konkurrenzunternehmens streben strategische Investoren häufig einen Zuwachs an Marktanteilen bis hin zur Marktbeherrschung an<sup>67</sup>. Durch die Übernahme artverwandter Unternehmen können neue Märkte erschlossen werden, die so dem Unternehmen zusätzliche Marktmacht geben. Aber auch Übernahmen von Unternehmen aus einer anderen Branche (Diversifizierung) können zu größerer Marktmacht führen.

---

<sup>63</sup> *Hirte/Heinrich*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 14; *Reul*, Pflicht zu Gleichbehandlung 173.

<sup>64</sup> *Faulli-Oller/Motta*, Managerial Incentives for Takeovers, *Journal of Economics and Management Strategy* 1996, 497.

<sup>65</sup> *Austmann*, Integration der Zielgesellschaft nach Übernahme, *ZGR* 2009, 277 (279, 285).

<sup>66</sup> *Immenga/Noll*, Feindliche Übernahmeangebote 26.

<sup>67</sup> *Strotmann*, Unternehmensübernahmen USA 82.

Die Größe eines Unternehmens wirkt sich häufig unmittelbar auf den wirtschaftlichen Erfolg aus, und zwar sowohl auf der Nachfrage- (etwa Preiszugeständnisse von Lieferanten) als auch der Angebotsseite (Spielraum für Preiserhöhung durch nachlassenden Wettbewerbsdruck). Da mit der Größe eines Unternehmens auch dessen Marktkapitalisierung steigt, kann eine Übernahme davor schützen, dass der Bieter selbst zum Ziel einer Übernahme wird<sup>68</sup>. Strategisch kann mit einer Übernahme der Grundstein für weitere Übernahmen gelegt werden, da dann das Instrument des Aktientauschs genutzt werden kann, was besonders häufig bei Transaktionen im Wert von über einer Milliarde Euro vorkommt. Größe und Wachstumsmöglichkeiten verstärken sich gegenseitig<sup>69</sup>. Marktmacht kann daher für einen strategischen Bieter - nicht aber für einen reinen Finanzinvestor - ein rationales Akquisitionsmotiv sein<sup>70</sup>.

Da Marktmacht die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs beeinträchtigen kann, sind derartig motivierte Übernahmen wettbewerbsrechtlich bedenklich<sup>71</sup>, gesamtwirtschaftliche Nachteile sind wegen der „Erlahmung der wirtschaftlichen Dynamik“ zu befürchten<sup>72</sup>. Allerdings ist empirisch bestätigt, dass die meisten Übernahmen den Wettbewerb nicht beeinträchtigen<sup>73</sup>, da rechtliche Grenzen, wie sie sich etwa aus dem österreichischen Kartellgesetz 2005 und dem deutschen Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) sowie der Europäischen Fusionskontrolle (Fusionskontrollverordnung 139/2004/EG) ergeben, schon im eigenen Interesse vom Bieter beachtet werden. Demgemäß kann die Gewinnung von Marktmacht nur unterhalb der wettbewerbsrechtlichen Aufgreifkriterien als Übernahmemotiv in Frage kommen.

### **1.3      *Unterbewertung der Zielgesellschaft***

Übernahmen können auch dadurch veranlasst sein, dass die Zielgesellschaft am Kapitalmarkt unterbewertet ist. Diese Gefahr besteht gerade bei konglomeraten Unternehmen<sup>74</sup>, weil es häufig an der Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmensgruppen fehlt. Indiz für existente Unterbewertungen sind hohe Übernahmeprämien, die sich nur schwerlich durch erwartete

---

<sup>68</sup> Picot, Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions, in Picot, Handbuch Mergers & Acquisitions<sup>4</sup> (2008) 2 (15).

<sup>69</sup> Picot in Picot, Handbuch Mergers & Acquisitions<sup>4</sup> 15.

<sup>70</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 192; dies wird bestätigt durch eine Untersuchung von 55 Fusionsfällen von Cable/Palfrey/Runge, ZgS 136 (1980) 226 (246).

<sup>71</sup> Immenga/Noll, Feindliche Übernahmeangebote 29.

<sup>72</sup> Emmerich, Kartellrecht<sup>10</sup> (2006) § 1 Rz 8.

<sup>73</sup> Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 82; Easterbrook/Fischel, The Proper Role of a Targets Management in Responding to a „Tender Offer“, Harvard Law Review 1981, 1161.

<sup>74</sup> Sünner, AG 1987, 276 (278).

Effizienzsteigerungen erklären lassen<sup>75</sup>. Ein Finanzinvestor verspricht sich einen Profit aus der Differenz zwischen dem Übernahmepreis und dem wahren Wert der Zielgesellschaft, indem er die Gesellschaft zu einem späteren Zeitpunkt als Ganzes oder in Teilen weiter veräußert. Ein industrieller Investor kann daran interessiert sein, ein unterbewertetes Unternehmen zur Arrondierung seines Konzerns erwerben. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass für einen strategischen Investor die Unterbewertung nur im Hinblick auf den Übernahmepreis einen Vorteil darstellt; sofern nicht andere betriebswirtschaftliche Effekte zum Tragen kommen, wird er von der Übernahme Abstand nehmen. Niemand kauft etwas, nur weil der Preis günstig ist.

Ob es zu Unterbewertungen bei börsennotierten Unternehmen kommen kann, wurde insbesondere in den USA kontrovers diskutiert. Nach der Theorie von den effizienten Kapitalmärkten („Efficient Capital Market Hypothesis“)<sup>76</sup> sind Unterbewertungen ausgeschlossen, da der Börsenkurs die vollständigen und zeitnahen Unternehmensinformationen beinhaltet und so dem wahren Wert des Unternehmens entspricht. Gegen diese Auffassung spricht schon die Existenz des Insiderhandelsverbots<sup>77</sup> und die praktische Erfahrung<sup>78</sup>. In der neueren wissenschaftlichen Diskussion in den USA wird daher diese Theorie angezweifelt und eher die Ineffizienz der Kapitalmärkte unterstellt<sup>79</sup>. Zutreffenderweise wird davon auszugehen sein, dass der Börsenkurs die allgemein zugänglichen Informationen reflektiert, was jedoch nicht ausschließt, dass kursrelevante Informationen unzutreffend gedeutet werden, etwa wenn sich kurzfristige Gewinne eher in höheren Börsenkursen niederschlagen als ein langfristig angelegtes Investment in Forschung und Entwicklung<sup>80</sup>. Es kann auch vorkommen, dass spekulative Anleger durch massive Verkäufe den Börsenkurs unter Druck geraten lassen<sup>81</sup> oder das Marktgeschehen von uninformierten oder irrational handelnden Anlegern bestimmt wird<sup>82</sup>. Unterbewertungen können daher nicht ausgeschlossen werden, im Regelfall wird aber von einer hinreichenden

---

<sup>75</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 148 (FN 117).

<sup>76</sup> Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance 1979, 383; zu den unterschiedlichen Ausprägungen: Kainer, Binnenmarktrecht 45 (FN 65).

<sup>77</sup> Lohrer, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht (2001) 70.

<sup>78</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 140.

<sup>79</sup> Shleifer/Vishny, Stock market driven acquisitions, Journal of Financial Economics 2003, 295.

<sup>80</sup> Fleischer/Kalss, WpÜG 35; Mülbert/Birke, WM 2001, 705 (707); Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 81. Empirische Studien belegen jedoch, dass der Kapitalmarkt Ankündigungen Erfolg versprechender langfristiger Investitionen positiv bewertet, so Hirte/Heinrich, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 27; Jarrell/Brickley/Netter, Journal of Economic Perspectives 1988, 49 (55). Für eine „Kurzsichtigkeit des Kapitalmarkts“ fehlt es an empirischen Belegen, siehe Fleischer/Kalss, WpÜG 35.

<sup>81</sup> Kainer, Binnenmarktrecht 51 („noise trader“); Sester, Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarkttrichtlinien und -standards, ZGR 2009, 310 (326).

<sup>82</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 149; Lohrer, Unternehmenskontrolle 72.

Kapitalmarkteffizienz auszugehen sein<sup>83</sup>. Da ein Unternehmenserwerb immer auch ein spekulatives Moment enthält, kann ein Bieter aufgrund eigener Einschätzung ein Unternehmen für unterbewertet halten und aus diesem Grund sein Übernahmeprovorhaben angehen<sup>84</sup>.

Dass eine Unterbewertung der Zielgesellschaft häufiges Übernahmeprovorhaben - insbesondere für Finanzinvestoren<sup>85</sup> - sein kann, wird durch empirische Studien belegt. Im Rahmen von Börsenkursstudien wurde festgestellt, dass sich der höhere Angebotskurs auch bei einem fehlgeschlagenen Übernahmeprovorhaben behaupten konnte, teilweise sogar leicht anstieg<sup>86</sup>. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass mit einem Übernahmeprovorhaben die Unterbewertung der Zielgesellschaft bekannt werden kann, und die Übernahme wegen dann steigender Aktienkurse ihren wirtschaftlichen Sinn für den Bieter verliert<sup>87</sup>. Deshalb bestehen erhebliche Zweifel, ob Übernahmeprovorhaben überhaupt als Instrument zur „Schnäppchenjagd“ auf unterbewertete Unternehmen geeignet sind<sup>88</sup>.

#### **1.4 Ausbeutung der Zielgesellschaft**

Mit einer Übernahme kann ein Bieter auch das Ziel verfolgen, die Zielgesellschaft auszubeuten<sup>89</sup>. Hierfür käme eine Zerschlagung der Zielgesellschaft („harte“ Ausbeutung)<sup>90</sup> in Betracht, etwa wenn der Ertrag aus der Veräußerung einzelner Unternehmensteile den Erwerbspreis für das Gesamt-Unternehmen übersteigt („asset-stripping“)<sup>91</sup>. Solche Fälle wurden bislang vor allem in den USA in der ersten Hälfte der 80er Jahre beobachtet<sup>92</sup>. Solange ein Unternehmen eine angemessene Kapitalrendite erwirtschaftet, ist die Zerschlagung ökonomisch nicht zu vertreten. Ist hingegen ein Unternehmen weder markt- noch sanierungsfähig, so kann ein Finanzinvestor dieses übernehmen und mit der Zerschlagung den Liquidationserlös optimieren; dies ist jedoch kein Fall der Ausbeutung des Unternehmens sondern dient der sachgerechten Verwertung.

---

<sup>83</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 140, spricht von „relativer“ Kapitalmarkteffizienz.

<sup>84</sup> Mueller, Quarterly Journal of Economics 1969, 643 (654): “supermanagement geniuses who see hidden economic potentials in the firms they acquire”.

<sup>85</sup> Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 81.

<sup>86</sup> Bradley, Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control, The Journal of Business 1980, 345 (368).

<sup>87</sup> Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 85.

<sup>88</sup> Mühle, WpÜG 99.

<sup>89</sup> Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 83.

<sup>90</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 198; Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG Einleitung Rz 9.

<sup>91</sup> Immenga/Noll, Feindliche Übernahmeprovorhaben 34; Ebenroth/Daum, Kompetenzen des Vorstandes einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, DB 1991, 1105 (Teil I), 1157 (Teil II).

<sup>92</sup> Winner, Zielgesellschaft 22.

Ein reales Übernahmemotiv kann aber die „weiche“ Ausbeutung sein<sup>93</sup>, bei der der Zielgesellschaft Vermögen entzogen wird unter Nutzung gewöhnlicher Verkehrsgeschäfte, etwa wenn Wirtschaftsgüter unter Marktpreis veräußert<sup>94</sup>, wenn Konzernumlagen verrechnet oder konzerninterne Verrechnungspreise festgelegt werden, die den Erwerber begünstigen<sup>95</sup>. Die nicht überwindbare Hürde für derartige Eingriffe bildet das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 dAktG/§ 52 öAktG). Die Aktiengesellschaft darf danach den Aktionären gegenüber keine Leistung erbringen, die nicht aus dem Bilanzgewinn erfolgt oder ausnahmsweise gesetzlich zugelassen ist<sup>96</sup>. Geschützt wird nicht nur das bilanzielle Vermögen eines Unternehmens, sondern auch die stillen Reserven und nicht aktivierte immaterielle Wirtschaftsgüter<sup>97</sup>. Hierunter fallen auch Erwerbschancen, die einem Übernehmer überlassen werden<sup>98</sup>; hat die Zielgesellschaft im Hinblick auf eine Erwerbschance bereits Aufwendungen getätigt, so verstößt der unentgeltliche Verzicht gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr<sup>99</sup>. Ein Verstoß ist aber auch gegeben, wenn im Interesse des Erwerbers die Bearbeitung ganzer Märkte vernachlässigt oder nicht wahrgenommen würde<sup>100</sup>. Es gilt der Grundsatz, dass Leistung und Gegenleistung einem Fremdvergleich standhalten müssen<sup>101</sup>. Daher ist auch die Nutzung von Finanzmitteln der Zielgesellschaft (zB durch Cash-Pooling) nur unter engen Bedingungen möglich. Der BGH sah die Kreditvergabe im Konzern kritisch<sup>102</sup>; diese sollte nur zulässig sein, wenn die Darlehensvergabe im Interesse der Gesellschaft liegt, die Darlehensbedingungen einem Drittvergleich standhalten, die Bonität des Gesellschafters einwandfrei und die Rückzahlung des Darlehens durch werthaltige Sicherheiten gewährleistet ist<sup>103</sup>. Diese engen Voraussetzungen sollten auch für das Cash-Pooling gelten<sup>104</sup>, womit dies selbst bei faktisch konzernierten Aktiengesellschaften

---

<sup>93</sup> Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG Einleitung Rz 9.

<sup>94</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 57 Rz 81; aA Mülberr, Kapitalschutz und Gesellschaftszweck bei der Aktiengesellschaft, FS Lutter (2000) 535 (549): Verkauf unter Marktpreis möglich, wenn Grundkapital und gesetzliche Rücklage hierdurch nicht angegriffen werden.

<sup>95</sup> Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG Einleitung Rz 9.

<sup>96</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> (2010) § 57 Rz 2.

<sup>97</sup> OGH 25.6.1996, 4 Ob 2078/96h RdW 1996, 471.

<sup>98</sup> Fleischer, Zweifelsfragen der verdeckten Gewinnausschüttung im Aktienrecht, WM 2007, 909 (915); Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 57 Rz 40; Doralt/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 57 Rz 265; Hoenig/Stingl, Geschäftschancen - Gedanken zur Reichweite des Einlagenrückgewährverbots, GesRZ 2007, 23 (27); aA Koppensteiner, Gruppenbesteuerung, Verlustvortrag und Gesellschaftsrecht, GeS 2005, 404 (408).

<sup>99</sup> Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 52 Rz 17.

<sup>100</sup> Doralt/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 57 Rz 265.

<sup>101</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 57 Rz 8; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 52 Rz 11; Hoenig/Stingl, GesRZ 2007, 23 (32); Koppensteiner, GmbHG-Kommentar<sup>2</sup> (1999) § 82 Rz 16; OGH 1.12.2005, 6 Ob 271/05d JBl 2006, 388.

<sup>102</sup> BGH NJW 2001, 3622 („Bremer Vulkan“).

<sup>103</sup> BGH ZIP 2004, 263 (265).

<sup>104</sup> BGH WM 2006, 325.

kaum noch möglich wäre<sup>105</sup>. Aufgrund der praktischen Bedenken hat der deutsche Gesetzgeber mit dem MoMiG<sup>106</sup> klargestellt, dass eine Leistung der Gesellschaft an einen Gesellschafter dann nicht als verbotene Auszahlung von Gesellschaftsvermögen gewertet wird, wenn der Rückgewähranspruch der Gesellschaft vollwertig und liquide ist (§ 30 Abs 1 S 2 dGmbHG, § 57 Abs 1 S 3 dAktG). Der BGH<sup>107</sup> hat diese Grundkonzeption klarstellend in einer späteren Entscheidung aufgenommen, was von der Literatur begrüßt wurde<sup>108</sup>.

Nach der Rechtsprechung des OGH ist jeder Vermögenstransfer von der Gesellschaft zum Gesellschafter unzulässig, wenn dieser damit zulasten des gemeinsamen Sondervermögens einen Vorteil erzielt<sup>109</sup>. Ob dies der Fall ist, muss anhand eines Drittvergleichs ermittelt werden<sup>110</sup>. Durch das Eigenkapitalersatz-Gesetz (EKEG) von 2003 wird für Österreich die Kreditgewährung im Konzern anerkannt. Das vom OGH inhaltlich ausgefüllte Verbot der Einlagenrückgewähr dürfte weiterhin als Maßstab heranzuziehen sein, so dass auch in Österreich nur unter engen Voraussetzungen die Kreditgewährung im Konzern einschließlich des Cash-Pooling möglich ist<sup>111</sup>. Sofern die Kreditgewährung einem Drittvergleich standhält, ist es auch denkbar, dass der Bieter sein eigenes Insolvenzrisiko senkt<sup>112</sup> oder die für die Übernahme aufgenommene Fremdfinanzierung ablöst und so seine Nettoverschuldung reduziert, falls der Übernahme eine spätere Verschmelzung folgt<sup>113</sup>

Auch freie liquide Mittel aus thesaurierten Erträgen können das Übernahmeinteresse begründen, da diese in Form einer Sonderdividende ausgeschüttet werden könnten. Auch hier ist der Grundsatz der Kapitalerhaltung einschlägig (§ 82 Abs 1 öGmbHG, § 52 öAktG); grundsätzlich ist nur der Bilanzgewinn ausschüttungsfähig, der sich wiederum nach dem Jahresüberschuss richtet. Rücklagen dürfen nach §§ 130 Abs 4, 184 öAktG nur zum Ausgleich eines ansonsten auszuweisenden Bilanzverlustes aufgelöst<sup>114</sup>, aber nicht zu

---

<sup>105</sup> *Wessels*, Aufsteigende Finanzierungshilfen in GmbH und AG, ZIP 2004, 793.

<sup>106</sup> BGBl. I 2008 2026.

<sup>107</sup> BGH ZIP 2009, 70.

<sup>108</sup> *Habersack*, Aufsteigende Kredite im Lichte des MoMiG und des „Dezember“-Urteils des BGH, ZGR 2009, 347.

<sup>109</sup> OGH 20.1.2000, 6 Ob 288/99t NZG 2000, 1129.

<sup>110</sup> OGH 1.12.2005, 6 Ob 271/05d JBI 2006, 388.

<sup>111</sup> *Artmann in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 52 Rz 29.

<sup>112</sup> *Hirte/Heinrich*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 13; *Krause*, Das obligatorische Übernahmeangebot 102.

<sup>113</sup> *Sünner*, Take-overs, made in USA, AG 1987, 276 (279).

<sup>114</sup> *Nowotny*, Gebundene Rücklagen, GesRZ 1996, 68 (76).

Zahlungen an die Aktionäre verwendet werden<sup>115</sup>. Auch nach deutschem Recht dürfen weder die gesetzliche Rücklage nach § 150 dAktG noch die Kapitalrücklage nach § 272 Abs 2 Z 1 - 3 HBG zur Gewinnausschüttung aufgelöst werden<sup>116</sup>. Dies gilt auch für die Gewinnrücklage<sup>117</sup>, die allenfalls zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§ 150 Abs 4 dAktG) herangezogen werden kann<sup>118</sup>. Nur der Gewinnvortrag kann ausgeschüttet werden<sup>119</sup>, ansonsten sind Leistungen an die Aktionäre aus dem freien Vermögen der Aktiengesellschaft unzulässig, soweit sie nicht durch einen Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung gedeckt sind<sup>120</sup>.

Empirische Untersuchungen bestätigen<sup>121</sup>, dass „weiche“ Ausbeutung vorkommt, aber kein maßgebliches Übernahmemotiv ist<sup>122</sup>. Die Möglichkeit, Werte durch Externalisierung von Kosten zu transferieren, ist bei börsennotierten Aktiengesellschaften weitgehend eingeschränkt<sup>123</sup>, weil durch eine Belastung der Ertragskraft der Kurs der Aktien leiden würde und damit auch das Portfolio des Übernehmers. Zwar kann für einen Erwerber die Kreditgewährung durch die Zielgesellschaft in einer Konzernbeziehung von Vorteil sein, dies rechtfertigt jedoch nicht die hohen Übernahmekosten<sup>124</sup>. Möglich ist jedoch eine Änderung der Dividendenpolitik, so dass auch ein bestehender Gewinnvortrag an die Aktionäre ausgeschüttet werden kann.

## **1.5 Schädigung anderer Interessengruppen**

Durch eine Übernahme können andere Interessengruppen (zB Anleihegläubiger, Arbeitnehmer oder Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft) geschädigt werden; fraglich ist, ob der Bieter hieraus signifikante Vorteile ziehen kann.

So könnte der Bieter durch die Entwicklung neuer Geschäftsfelder nach einer Übernahme den Risikograd der Unternehmenstätigkeit erhöhen, wodurch sich das Rating der Zielgesellschaft verschlechtert und die Anleihegläubiger einen Wertverlust ihres Investments erleiden. Insbesondere wurde festgestellt, dass nicht wandelbare Unternehmensanleihen der

---

<sup>115</sup> Reich-Rohrwig, Verbotene Einlagenrückgewähr bei Kapitalgesellschaften, *ecolex* 2003, 152.

<sup>116</sup> Kropff, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 140 Rz 2.

<sup>117</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 58 Rz 3.

<sup>118</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 150 Rz 12.

<sup>119</sup> Fleischer in Schmidt/Lutter, Aktiengesetz Kommentar (2008) § 58 Rz 40.

<sup>120</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 57 Rz 2.

<sup>121</sup> Bradley, *The Journal of Business* 1980, 345 (365).

<sup>122</sup> So aber: Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 206.

<sup>123</sup> Mühle, WpÜG 74.

<sup>124</sup> Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot 102.

Zielgesellschaft nach einer Übernahme zu Verlusten neigen<sup>125</sup>. Daraus entsteht jedoch nur dann ein unmittelbarer Vorteil für den Bieter, wenn die Anleihen vorzeitig zum jeweils gültigen Kurswert gekündigt werden könnten; ansonsten ist der Nominalwert bei Laufzeitende zurückzuzahlen. Empirische Untersuchungen weisen negative Auswirkungen von Übernahmen auf die Anleihegläubiger nur in geringem Umfang nach<sup>126</sup>.

Durch Arbeitsplatzabbau oder Verschlechterung der Arbeitsbedingungen (Gehalt, Arbeitszeit, neue Standorte etc) lässt sich grundsätzlich die Ertragskraft der Zielgesellschaft steigern. Da aber fraglich ist, ob die Einsparungen ausreichen, um die Übernahmeprämie zu „verdienen“, kann hierin kein tragfähiges Argument für eine Übernahme gesehen werden<sup>127</sup>. Mit dem Verlust ihres Arbeitsplatzes müssen die Arbeitnehmer bei notwendigen Kostenanpassungen immer rechnen<sup>128</sup>; wurden diese Maßnahmen bislang nicht getroffen, so erscheint fraglich, ob der Bieter im Hinblick auf Kündigungsschutzrechte und Tarifverträge überhaupt einen ergebniswirksamen Abbau von Arbeitsplätzen durchsetzen kann. Auch empirisch lässt sich nicht feststellen, dass negative Auswirkungen auf die Belegschaft nach einer Übernahme eintreten; im Gegenteil ist belegt, dass Unternehmen nach einem Kontrollwechsel im Durchschnitt eine höhere Gehaltsstruktur, Produktivität und Auslastung aufweisen als Unternehmen, bei denen kein Kontrollwechsel stattgefunden hat<sup>129</sup>.

Studien, die einen drastischen Rückgang der Börsenkurse der Zielgesellschaft nach erfolgter Übernahme der Anteilmehrheit ermitteln<sup>130</sup>, legen eine Vermögensverschiebung zu Lasten der Minderheitsaktionäre nahe<sup>131</sup>, können aber auch Folge einer Fehleinschätzung der unternehmerischen Möglichkeiten sein<sup>132</sup>. Eine Schädigung der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft - in den USA empirisch belegt<sup>133</sup> - ist jedoch mit Kodifizierung des Übernahmerechts weitgehend ausgeschlossen. Ein Minderheitenschutz ergibt sich schon aus den Verfahrensregeln des WpÜG und des ÜBG sowie der gesetzlichen Notwendigkeit eines

---

<sup>125</sup> Bühner, Unternehmenszusammenschlüsse 58.

<sup>126</sup> Bühner, Unternehmenszusammenschlüsse 58; *Dennis/McConnell*, Corporate Mergers and Security Returns, *Journal of Financial Economics* 1986, 143 (155).

<sup>127</sup> Mülbert/Birke, WM 2001, 705 (707); *Romano*, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, *Yale Journal on Regulation* 1992, 119 (137, 142).

<sup>128</sup> Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 117.

<sup>129</sup> *Brown/Medoff*, The Impact of Firm Acquisitions on Labor, in *Auerbach*, Corporate Takeovers: Causes and Consequences (1988) 9.

<sup>130</sup> Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot 106, mit Verweis auf amerikanische Studien (FN 122).

<sup>131</sup> Für die Tragfähigkeit der These: *Reul*, Pflicht zur Gleichbehandlung 127.

<sup>132</sup> *Hirte/Heinrich*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 21.

<sup>133</sup> *Bradley*, *The Journal of Business* 1980, 345 (363); *Reul*, Pflicht zur Gleichbehandlung 197; *Lutter*, Vermögensveräußerungen einer abhängigen Aktiengesellschaft, in *Baur/Hopt/Steindorff/Mailänder*, Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag (1990) 125.

Pflichtangebots nach Kontrollerwerb, welches dem Minderheitsaktionär das Ausscheiden aus der Gesellschaft ermöglicht<sup>134</sup>. Die Ausbeutung von Minderheitsaktionären kann daher nicht das Ziel einer Übernahme sein.

Übernahmen können jedoch steuerlich motiviert sein - zB durch die Nutzung von Verlustvorträgen - und sich schädigend auf die Staatsfinanzen auswirken. Hierbei ist die unterschiedliche Ausgestaltung der Nutzung von Verlustvorträgen in Deutschland und Österreich zu berücksichtigen. Nicht ausgeglichene Verluste können gemäß § 10d dEStG in den folgenden Veranlagungszeiträumen bis zu einem Gesamtbetrag der Einkünfte von einer Million Euro unbeschränkt, darüber hinaus bis zu 60 % des eine Million Euro übersteigenden Gesamtbetrags der Einkünfte vorrangig vor Sonderausgaben, außergewöhnlichen Belastungen und sonstigen Abzugsbeträgen abgezogen werden (Verlustvortrag). In Österreich können Verluste ohne betragsmäßige Obergrenze vorgetragen werden und in den folgenden Geschäftsjahren als Sonderausgaben (§ 18 Abs 6 öEStG) abgezogen werden, wenn es sich ua um Einkünfte aus einem Gewerbebetrieb handelt (§ 23 öEStG). Allerdings sind Verluste lediglich in Höhe von 75 % des Gesamtbetrags der Einkünfte abzugsfähig; übersteigt der Verlustvortrag die Einkünfte eines Jahres, so kann der Verlust auf folgende Jahre vorgetragen werden (§ 2 Abs 2b öEStG).

Ein Anreiz für Übernahmen könnte sich auch aus der Gruppenbesteuerung in Österreich ergeben<sup>135</sup>. Bis zum Jahr 2004 war ein Ausgleich von Gewinnen und Verlusten zwischen Kapitalgesellschaften - ebenso wie in Deutschland - nur im Rahmen einer Organschaft möglich; neben der finanziellen Eingliederung musste dazu auch eine wirtschaftliche und organisatorische Eingliederung bestehen. Der Organträger musste die Verluste der Tochtergesellschaft auch wirtschaftlich tragen. Durch die Gruppenbesteuerung können (inländische) Gewinne und (ausländische) Verluste innerhalb einer Unternehmensgruppe auch dann verrechnet werden, wenn die Gesellschaften nur finanziell verbunden sind. Dies setzt aber eine Kapitalbeteiligung von mehr als 50%, die Stimmrechtsmehrheit sowie ein Verbleiben in der Gruppe für zumindest drei Jahre voraus.

Durch eine Übernahme können sich daher für einen Bieter steuerliche Vorteile ergeben, die jedoch in den wenigsten Fällen ausreichen dürften, die Kosten einer Übernahme zu

---

<sup>134</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 34; *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366.

<sup>135</sup> Steuerreformgesetz 2005, BGBl I 2004 57.

erwirtschaften, so dass hierin nicht das (alleinige) Motiv für eine Übernahme liegen kann<sup>136</sup>. Dies dürfte auch für die Vorteile aus der Gruppenbesteuerung gelten, die zudem immer wieder Gegenstand der politischen Diskussion sind.

Allgemein lässt sich daher feststellen, dass die Schädigung anderer Interessengruppen als Übernahmemotiv vernachlässigt werden kann<sup>137</sup>.

## **1.6        *Persönliche Motive des Bieters***

Nach der „Empire Building“-These<sup>138</sup> werden Unternehmen übernommen, weil die Unternehmensleitung der Bietergesellschaft damit den persönlichen Nutzen steigern will (zB höheres Gehalt, steigendes Prestige). Hierfür ist in der Regel auch eine unter 30% liegende Beteiligung ausreichend, so dass ein öffentliches Übernahmeangebot nicht zwingend erforderlich ist, was sich positiv auf die Höhe des Kapitaleinsatzes auswirkt<sup>139</sup>. Allerdings sind solche Übernahmen häufig gesamtwirtschaftlich ineffizient<sup>140</sup>; amerikanischen Bilanz- und Börsenkursstudien bestätigen bei Übernahmen mit dem Ziel „Empire-Building“ Nachteile für die betroffenen Unternehmen und insbesondere deren Aktionäre<sup>141</sup>, so dass im Hinblick auf die mit einer Übernahme verbundenen Risiken „Empire-Building“ lediglich als Begleitmotiv angesehen werden kann<sup>142</sup>.

## **1.7        *Der Markt für Unternehmenskontrolle***

Ein Unternehmen kann auch deshalb übernommen werden, weil das Management nicht hinreichend effizient für die optimale Verzinsung des Aktienkapitals und die Maximierung des Marktwerts der Zielgesellschaft sorgt. Nach der Theorie des „Marktes für Unternehmenskontrolle“<sup>143</sup> ist die Kontrolle eines Unternehmens ein eigenständig handelbarer Wert, der von rivalisierenden Managergruppen nachgefragt wird, die „durch Analyse und Beobachtung, Aufbau von Expertenwissen und Phantasie das Versagen einer

---

<sup>136</sup> Mülbert/Birke, WM 2001, 705 (708); so auch Mühle, WpÜG 82; aA Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 188.

<sup>137</sup> Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG Einleitung Rz 9; Mühle, WpÜG 81.

<sup>138</sup> Zurückzuführen auf den Principal/Agent-Konflikt: Mueller, Quarterly Journal of Economics 1969, 643; Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 79; Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 192; Mülbert/Birke, WM 2001, 705 (707).

<sup>139</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 194.

<sup>140</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 194.

<sup>141</sup> Herman/Lowenstein in Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman, Knights, Raiders and Targets 211 (229); Magenheimer/Mueller, Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition? in Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman, Knights, Raiders and Targets (1988) 171 (181); Shleifer/Vishny, The Journal of Economic Perspectives 1988, 7 (14).

<sup>142</sup> Strotmann, Unternehmensübernahmen USA 81; Bühner, Reaktionen des Aktienmarktes auf Unternehmenszusammenschlüsse – eine empirische Untersuchung, ZfbF 42 (1990) 295 (314).

<sup>143</sup> Manne, The Journal of Political Economy 1965, 110.

Unternehmensleitung festzustellen vermögen“<sup>144</sup>. Je größer die negative Abweichung eines aktuellen Börsenkurses zu dem Wert ist, den ein effizientes Management bewirken würde, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit einer Unternehmensübernahme<sup>145</sup>, bei der das vorhandene Management mit der Ablösung rechnen muss<sup>146</sup>. Dies wirkt disziplinierend auf das Management, das schon deshalb Entscheidungen eher unter Effizienzgesichtspunkten trifft<sup>147</sup>. Amerikanische Börsenkurs- und Bilanzstudien bestätigen, dass schlecht geführte Unternehmen nach einer Übernahme bessere Ergebnisse erzielen<sup>148</sup>, Produktivitätssteigerungen<sup>149</sup> wie die Verbesserung der Ertragskraft<sup>150</sup> konnten nachgewiesen werden. Ein neues Management nutzt die Ressourcen des Unternehmens effizienter<sup>151</sup> und steht neuen Herausforderungen unbefangener gegenüber<sup>152</sup>.

Die Theorie des Unternehmenskontrollmarktes hat vielfältig Kritik erfahren, insbesondere wird die Disziplinierungsthese bestritten, da die internen Kontrollmechanismen über den Aufsichtsrat, die Hauptversammlung und die Möglichkeit von Aktionärsklagen ausreichen<sup>153</sup>. Es sei auch nicht einzusehen, warum ein rivalisierendes Managementteam von der ineffizienten Verwendung der Unternehmensressourcen eher Kenntnis erlangen soll, als zB der Aufsichtsrat des Unternehmens oder seine Hausbanken<sup>154</sup>. Der Kritik ist entgegen zu halten, dass die Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle von Anfang nicht als geschlossene Erklärung verstanden werden wollte<sup>155</sup>. In der neueren US-amerikanischen Literatur wird die disziplinierende Wirkung einer drohenden Übernahme empirisch bestätigt<sup>156</sup>; diese sei stärker ausgeprägt als die Kontrolle durch die Gesellschafter<sup>157</sup>. Der

---

<sup>144</sup> Adams, Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Missbrauch, AG 1989, 333 (335).

<sup>145</sup> Manne, The Journal of Political Economy 1965, 110 (113); Easterbrook/Fischel, Yale Law Journal 1982, 698.

<sup>146</sup> Meier-Schatz, Managermacht und Marktkontrolle, ZHR 149 (1985) 77 (94); Kalfass, Staatliche Zusammenschlusskontrolle oder unreglementierte Märkte für Unternehmenskontrolle? WuW 1992, 597 (598).

<sup>147</sup> Immenga/Noll, Feindliche Übernahmeangebote 37.

<sup>148</sup> Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 155; Dodd/Ruback, Tender Offers and Stockholders Return, Journal of Financial Economics 1977, 351.

<sup>149</sup> Romano, Yale Journal on Regulation 1992, 119 (125 FN 17).

<sup>150</sup> Romano, Yale Journal on Regulation 1992, 119 (130 FN 43).

<sup>151</sup> Daum, Übernahme einer Aktiengesellschaft (1993) 35; Flassak, Der Markt für Unternehmenskontrolle: eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts (1995) 137; Lohrer, Unternehmenskontrolle 74 (81).

<sup>152</sup> Jensen in Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman, Knights, Raiders and Targets 314 (318).

<sup>153</sup> Coffee, Market for Corporate Control, Columbia Law Review 1984, 1146 (1199); Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, Harvard Law Review 1982, 1028.

<sup>154</sup> Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot 95.

<sup>155</sup> Manne, The Journal of Political Economy 1965, 110 (120): “The study of the economics of the market for corporate control is still in its infancy.”

<sup>156</sup> Bittlingmayer, The Market for Corporate Control (including Takeovers), Encyclopedia of Law and Economics 1998, 725, mit Verweis auf eine Vielzahl von empirischen Untersuchungen.

<sup>157</sup> Klick/Sitkoff, Agency Costs, Charitable Trusts, and Corporate Control: Evidence from Hershey’s Kiss-off, Columbia Law Review 2008, 749 (830).

Markt für Unternehmenskontrolle kann - als „Sicherheitsnetz“<sup>158</sup> - die Schwächen der internen Kontrolle ausgleichen und den Wettbewerb der Produktmärkte ergänzen<sup>159</sup>; diesem kommt dabei nicht nur eine Nebenrolle<sup>160</sup>, sondern eine zentrale Position zu<sup>161</sup>, was in der deutschen und österreichischen Literatur überwiegend auch anerkannt wird<sup>162</sup>. Der gesamtwirtschaftliche Effekt ist positiv<sup>163</sup>.

Ein deutliches Zeichen für einen existierenden Markt für Unternehmenskontrolle kann in den Aktivitäten der Finanzinvestoren gesehen werden, wobei Hedgefonds eine wichtige Rolle spielen<sup>164</sup>. Anders als Investment- oder Pensionsfonds sind sie nicht an Anlagegrundsätze gebunden und können kurzfristig auf dem Kapitalmarkt aktiv werden. Einige beteiligen sich mittelfristig an Unternehmen, um aktiv in die Unternehmensführung eingreifen - sei es durch Ablösung des Managements, durch Umstrukturierung oder durch Verbesserung der Kapitalstruktur - und hohe Renditen zu erzielen. Vielfach wird das Engagement von Finanzinvestoren bei wirtschaftlich gefährdeten Unternehmen geradezu „erbeten“<sup>165</sup>. Arbeitet das Unternehmen (wieder) effizient, so wird die Beteiligung unter Gewinnrealisierung veräußert. Im Sinne des Marktes für Unternehmenskontrolle kommt den Hedgefonds - jedenfalls in den USA - eine Abschreckungs- und Einschüchterungsfunktion zu; empirisch eindeutige Ergebnisse, ob aktive Hedgefonds einen Einfluss auf den Wert der Zielgesellschaft haben, liegen indessen nicht vor<sup>166</sup>.

Eine neuere empirische Untersuchung befasst sich mit feindlichen Übernahmeangeboten in Europa in dem Zeitraum von 1997 bis 2001<sup>167</sup>. Der Schwerpunkt der 64 untersuchten Vorgänge liegt in Großbritannien, Italien und der Schweiz. Danach werden 83% der Unternehmen übernommen, um das strategische Management der Zielgesellschaft - mit überwiegend unterdurchschnittlicher Entwicklung des Unternehmenswerts<sup>168</sup> - besser zu

---

<sup>158</sup> Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot 96.

<sup>159</sup> Immenga/Noll, Feindliche Übernahmeangebote 95.

<sup>160</sup> so noch Jensen/Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economic 1976, 305 (351).

<sup>161</sup> Jensen/Ruback, Journal of Financial Economics 1983, 5.

<sup>162</sup> Adams, AG 1990, 63; Lohrer, Unternehmenskontrolle 73; Winner, Zielgesellschaft 13.

<sup>163</sup> Easterbrook/Fischel, Harvard Law Review 1981, 1161; Berger, Unternehmensübernahmen in Europa, ZIP 1991, 1644 (1646).

<sup>164</sup> Schmolke, ZGR 2007, 701 (703).

<sup>165</sup> So die Einbeziehung des US-Finanzinvestors Ripplewood/RHJ International durch General Motors bei der geplanten - aber nicht zustande gekommenen - Veräußerung von Opel (2009) und die Übernahme der BAWAG durch die Cerberus Capital Management L.P. (2006).

<sup>166</sup> Schmolke, ZGR 2007, 701 (718).

<sup>167</sup> Zaugg, The Market for Corporate Control in Europe (2005).

<sup>168</sup> Zaugg, Market for Corporate Control 160.

kontrollieren<sup>169</sup>. Auch diese Ergebnisse können als Bestätigung für einen existierenden Unternehmenskontrollmarkt angesehen werden.

Der Vorstand einer börsennotierten Aktiengesellschaft muss daher mit einer Übernahme rechnen, wenn das Unternehmen nicht effizient geführt wird und die Renditeerwartungen der Aktionäre verfehlt werden. Dabei kann dahingestellt bleiben, ob dies ein Hauptmotiv für die Unternehmensakquisition ist<sup>170</sup>. Wird ein Übernahmeangebot gestellt, so wird dies in der Regel vom Management der Zielgesellschaft abgelehnt<sup>171</sup>.

## **1.8 Motive des Bieters aus den veröffentlichten Übernahmeangeboten**

Eine Auswertung der veröffentlichten Übernahmeangebote für Deutschland seit 2007<sup>172</sup> und für Österreich seit 2004<sup>173</sup> bestätigt, dass die wesentlichen strategischen und wirtschaftlichen Ziele des Bieters auf Synergiegewinnung und Effizienzsteigerung gerichtet sind. Finanzinvestoren beabsichtigten in erster Linie die Ertragskraft der Zielgesellschaft zu stärken.

### **1.8.1 Veröffentlichungen der BaFin**

Im Jahr 2007 wurden insgesamt 47 Ankündigungen über öffentliche Übernahmen börsennotierter Unternehmen bei der BaFin eingereicht<sup>174</sup>. Es handelt sich um 26 freiwillige Übernahmeangebote und 21 Pflichtangebote, die in 36 Fällen von strategischen Investoren und in 11 Fällen von Finanzinvestoren abgegeben wurden.

Mit 34 Ankündigungen zur Abgabe eines Übernahmeangebotes bewegt sich die Anzahl im Jahr 2008 unter dem Niveau des Vorjahres. Bei den Angeboten handelt es sich in 13 Fällen um Pflichtangebote und bei den restlichen 21 um freiwillige Angebote. 22 dieser Ankündigungen stammten von strategischen Investoren, während in zwölf Fällen die Übernahme von einem Finanzinvestor initiiert wurde.

---

<sup>169</sup> Zaugg, Market for Corporate Control 222.

<sup>170</sup> Nach Reul, Pflicht zur Gleichbehandlung 154 (168) ist dies ein untergeordnetes Motiv.

<sup>171</sup> Hahn, Feindliche Übernahme 70.

<sup>172</sup> Anlage 1.

<sup>173</sup> Anlage 2.

<sup>174</sup> Blättchen/Nespethal, „Öffentliche Übernahmen“ börsennotierter Unternehmen in Deutschland:

Halbjahresreports: 1. Halbjahr 2007, Finanz Betrieb 2007, 770; 2. Halbjahr 2007 Finanz Betrieb 2008, 301; 1.

Halbjahr 2008, Finanzbetrieb 2008, 813; 2. Halbjahr 2008, Finanz Betrieb 2009, 217; 1. Halbjahr 2009, Finanz Betrieb 2009, 597.

Für die Jahre 2009 und 2010 (bis 30.8.2010) wurden insgesamt 29 Übernahmeangebote der BaFin vorgelegt, davon 17 Angebote von strategischen Investoren und zwölf von Finanzinvestoren; in einem Fall trat die Bundesrepublik Deutschland zur Sanierung der Hypo Real Estate Holding AG als Bieter auf. In 15 Fällen wurden freiwillige Übernahmeangebote, in 14 Fällen Pflichtangebote gestellt.

Von den Bietern wurden im Jahr **2007** folgende strategischen und wirtschaftlichen Motive für die Übernahme genannt:

31 strategische Investoren (von 36) erwarten von der Übernahme eine höhere Effizienz und die Erzielung von Synergiegewinnen, in drei Fällen gekoppelt mit der Erwartung einer besseren Marktposition. Zwei strategische Investoren nennen als ausschlaggebendes Motiv die Diversifizierung des Konzerns. In zwei Fällen ging es um die Sanierung der Zielgesellschaft. Eine Übernahme sollte der Liquidation der Zielgesellschaft dienen.

Nur jeweils ein Angebot zielt auf Effizienzverbesserung durch Arbeitsplatzabbau bzw. Restrukturierung durch den Verkauf von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Vermögensgegenständen ab. Als weiteres Motiv neben der Sanierung einer insolvenzreifen Zielgesellschaft war in einem Fall auch die Ablösung des Vorstandes von Bedeutung, in einem anderen Angebot wird ergänzend auf die Nutzung eines steuerlichen Verlustvortrages hingewiesen.

Fünf Zielgesellschaften waren sanierungsbedürftig oder insolvenzreif. Die übrigen Zielgesellschaften müssen als zumindest potenziell profitabel angesehen werden, da die Übernahme auch Ertragsverbesserungen mit sich bringen sollte.

Neun von elf Finanzinvestoren wollten die Rentabilität der Zielgesellschaft verbessern, und zwar durch Wachstum, Reorganisation, Kosteneinsparung oder sonstige ertragsverbessernde Maßnahmen. Dies weist auf unterdurchschnittliche Profitabilität der Zielgesellschaften hin. Einem Angebot lag als Motiv die Ausschüttung freier liquider Mittel zugrunde. In einem Fall ging es neben der Reorganisation auch um die Sicherung von Ansprüchen aus zivilrechtlichen Streitigkeiten.

Für das Jahr **2008** lässt sich feststellen, dass für strategische Investoren das herausragende Übernahmemotiv bei der Erschließung von Synergien, dem Zugang zu neuen Märkten und dem Erwerb von zusätzlichen Produktsegmenten lag. In nur einem Fall wurde ergänzend die Veräußerung nicht notwendigen Betriebsvermögens genannt. Drei Bieter strebten durch die Übernahme die Marktführerschaft an.

Die Finanzinvestoren wollten in fünf Fällen in das übernommene Unternehmen langfristig investieren, während in drei Fällen eine mittelfristige Weiterveräußerung vorgesehen war. Wesentlicher Gesichtspunkt war die Steigerung von Wachstum und Profitabilität bei der Zielgesellschaft.

In den Jahren **2009** und **2010** (bis 30.8.2010) sind die wirtschaftlichen Motive strategischer Bieter nahezu deckungsgleich mit den Ergebnissen aus dem Jahr 2008. Im Mittelpunkt stehen Synergien und Verbesserungen der Profitabilität und der Marktposition. Eher von untergeordneter Bedeutung ist, dass ein Unternehmen (Herlitz AG) wegen des Markennamens und einer bedeutenden Immobilie übernommen werden sollte.

Die Finanzinvestoren sahen in der Übernahme überwiegend ein langfristiges Investment, nur in jeweils einem Fall war die Auswechselung des Vorstands vorgesehen bzw sollte eine Unterbewertung ausgenutzt werden. Ein Pflichtangebot wurde gestellt, um eine Übernahme durch industrielle Investoren zu verhindern.

### **1.8.2 Veröffentlichungen der Übernahmekommission**

Für den Zeitraum ab 2004 (bis 30.8.2010) wurden von der Übernahmekommission 18 Angebotsunterlagen veröffentlicht, von denen zwölf freiwillige Angebote und sechs Pflichtangebote enthalten. Elf Angebote wurden von strategischen und sieben Angebote von finanziellen Investoren unterbreitet.

Die strategischen Investoren setzten bei acht Angeboten auf Stärkung der Marktposition, Effizienzverbesserungen und die Gewinnung von Synergien. Zusätzlich wurde bei einer Zielgesellschaft der Erwerb attraktiver Vermögenswerte angesprochen. Ein Angebot diente der Diversifizierung eines Konzerns. In einem Fall ging es um die Rückgängigmachung eines Börsengangs, in einem anderen um die Aufholung einer Unterbewertung durch Hebung der Aktivwerte.

Von Finanzinvestoren werden in erster Linie zukunftssträchtige Unternehmen mit funktionierendem Management und konkreten Wachstumsperspektiven erworben, wobei das langfristige Investment und die Finanzierung weiteren Wachstums durch einen stabilen Aktionärskreis im Vordergrund standen. Bei jeweils einem Angebot ging es um die Bereinigung der Beteiligungsstruktur bzw die Sicherung der Beteiligung für die Gesellschafter des Bieters. Bei einem anderen Übernahmeangebot wollte der Bieter

strategische Veränderungsprozesse anstoßen; wegen Nichteintritts einer aufschiebenden Bedingung wurde das Angebot jedoch unwirksam<sup>175</sup>.

Insgesamt liegen für Österreich seit Inkrafttreten des Übernahmegesetzes 45 öffentliche Übernahmeangebote vor (Stand: 30.8.2010), davon 15 Übernahmeangebote zur Kontrollerlangung, 17 Pflichtangebote und 13 Angebote ohne Kontrollbezug<sup>176</sup>. Die im Vergleich zu Deutschland geringen Fallzahlen gehen auf die besondere Beteiligungsstruktur in Österreich zurück, da auch börsennotierte Aktiengesellschaften zumeist einen Mehrheitsaktionär oder eine kontrollierende Aktionärsgruppe haben<sup>177</sup>. Deshalb spielt das Pflichtangebot, das durch außerbörslichen Pakethandel ausgelöst wird, eine größere Rolle als das auf Kontrollerwerb gerichtete öffentliche Übernahmeangebot<sup>178</sup>. Zunehmend werden aber Übernahmeangebote gestellt, obwohl ein Paketerwerb mit folgendem Pflichtangebot ebenfalls infrage käme<sup>179</sup>. Bedeutsam ist ferner, dass nicht jeder Kontrollwechsel auch die Angebotspflicht auslöst; häufig kommt es zu Ausnahmen nach §§ 24 f ÜbG, so dass die Bedeutung der Ausnahmetatbestände ebenfalls in eine Gesamtbetrachtung mit einzubeziehen ist<sup>180</sup>. Schließlich kann ein Investor bei entsprechender Hauptversammlungspräsenz auch bei einer unter 30% liegenden Beteiligung ein Unternehmen kontrollieren. Normalerweise ist in Österreich von bis zu drei Übernahmeangeboten pro Jahr auszugehen<sup>181</sup>.

## **1.9 Ergebnis**

Jede börsennotierte Aktiengesellschaft sollte das eigene Risiko einer feindlichen Übernahme beurteilen und die infrage kommenden ökonomischen Motive eines potenziellen Bieters kennen. Auch hier gilt: Gefahr erkannt, Gefahr gebannt.

Herausragendes Übernahmemotiv ist die Nutzung von Synergien zur Erzielung von Effizienzgewinnen. Durch Skaleneffekte und die gemeinsame Nutzung von Ressourcen können sich für die zusammengeschlossenen Unternehmen Wertsteigerungen ergeben. In den kartellrechtlichen Grenzen kommt als Übernahmemotiv auch die Vergrößerung der Marktmacht durch Erschließung neuer Märkte oder Erweiterung des Produktportfolios in

---

<sup>175</sup> Siehe Presseaussendung der ÜbK vom 1.4.2010 - Constantia Packaging AG, abrufbar unter: [www.takeover.at](http://www.takeover.at) (30.8.2010).

<sup>176</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 17.

<sup>177</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 18.

<sup>178</sup> *Doralt*, FS Kropff (1997) 54 (66).

<sup>179</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 18.

<sup>180</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 19: bislang (Stand Mai 2010) wurden 59 Ausnahmen von der ÜbK genehmigt.

<sup>181</sup> *Winner/Schulz*, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht - M&A und die Krise, ÖBA 2010, 82 (88).

Betracht. Die Unterbewertung der Zielgesellschaft kann auch im Hinblick auf die Transparenzanforderungen an börsennotierte Aktiengesellschaften nicht ausgeschlossen werden; einen wirklichen Nutzen kann der Bieter nicht erzielen, da die Unterbewertung durch das öffentliche Übernahmeangebot aufgedeckt wird.

Persönliche Interessen des Bieters („Empire-Building“) sind nur als Begleitmotiv für eine ansonsten betriebswirtschaftlich vertretbare Übernahme relevant. Den Umverteilungs- und Ausbeutungstheorien kommt insgesamt nur marginale Bedeutung zu<sup>182</sup>, da vielfältige Schutzvorschriften (zB Kapitalerhaltungsgrundsatz, Arbeitnehmerrechte, Schutz der Minderheitsaktionäre durch das Übernahmerecht) bestehen.

Der Markt für Unternehmenskontrolle ist in Deutschland und Österreich wirksam, wenn auch aufgrund des unterschiedlich strukturierten Aktienbesitzes in abweichendem Entwicklungsstadium. Je mehr Unternehmen eine gestreute Aktionärsstruktur aufweisen, desto eher greift der Markt für Unternehmenskontrolle. Unternehmensübernahmen „stellen nicht nur eine Erweiterung des strategischen Instrumentariums für erfolgreiche Unternehmen dar, sondern übernehmen zugleich durch das Korrektiv der feindlichen Übernahme eine ausgeprägte Kontrollfunktion gegenüber dem Management“<sup>183</sup>.

Eine Analyse der veröffentlichten Angebotsunterlagen in Deutschland und Österreich bestätigt die vorgenannten Ergebnisse, wenn auch zu berücksichtigen ist, dass der Bieter nur Absichten nennt, die nach einer Übernahme auch revidiert werden können. Die Auswertung der veröffentlichten Angebotsunterlagen lässt den Schluss zu, dass es strategischen Investoren um die Steigerung des (Konzern-)Ergebnisses durch die Nutzung von Synergien und die Verbesserung der Marktposition geht, während Finanzinvestoren die Profitabilität der Zielgesellschaft steigern wollen, maßgeblich durch Schaffung eines stabilen Aktionärskreises zur Verbesserung der Konditionen der Unternehmensfinanzierung oder durch strategische Neuausrichtung und Umstrukturierung.

Will ein strategischer Investor Synergien nutzen und/oder Marktmacht gewinnen, so wird grundsätzlich eine freundliche Übernahme angestrebt; kommt es für einen Finanzinvestor darauf an, die Effizienz der Zielgesellschaft im Sinne des Marktes für Unternehmenskontrolle

---

<sup>182</sup> *Hirte/Heinrich*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 34.

<sup>183</sup> *Dibelius*, Mergers&Acquisitions: Schnittstelle zwischen Unternehmen und Kapitalmärkten, in *Picot*, Handbuch Mergers&Acquisitions<sup>3</sup> (2005) 41 (66).

zu steigern, so ist eine feindliche Übernahme wahrscheinlich. Aber auch soweit durch eine Übernahme eine Unterbewertung der Zielgesellschaft ausgenutzt werden soll, der Bieter nur persönliche Motive verfolgt oder gar beabsichtigt, die Gesellschaft zu schädigen, ist mit Abwehrhandlungen durch den Vorstand der Zielgesellschaft zu rechnen.

## 2            **Übernahmebarrieren**<sup>184</sup>

Schon aus nationalen Rechtsordnungen und der jeweiligen Wirtschaftsverfassung können sich für einen Bieter Umstände ergeben, die ein Übernahmevorhaben erschweren. Dabei handelt es sich nicht um Abwehrmaßnahmen, die von einer Zielgesellschaft initiiert werden, sondern um vorgegebene Normen, die als Übernahmebarrieren wirken. So hat ein Bieter, der zur Steigerung seiner Marktmacht eine Übernahme plant, die kartell- und wettbewerbsrechtlichen Bestimmungen zu beachten. Ist eine kartellrechtliche Genehmigung nicht zu erwarten, so wird der Bieter von einem Übernahmeangebot Abstand nehmen. Die Kontrollerlangung über eine Gesellschaft kann auch durch aktienrechtliche Regelungen wie die Zweiteilung der Organe in Vorstand und Aufsichtsrat sowie die gesetzlichen Bestimmungen über die Bestellung und Abberufung von Organmitgliedern erschwert werden. Soweit mitbestimmungsrechtliche Regeln greifen (§ 23 MitbestG, § 11 Abs 2 MontanMitbestG / § 110 ArbVG), ist dem Übernehmer die Abwahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat unmöglich. Insofern stellt - insbesondere für ausländische Investoren<sup>185</sup> - schon das Vorhandensein der Arbeitnehmermitbestimmung eine gesetzliche Übernahmebarriere dar. Darüber hinaus können vom Übernehmer geplante Strukturänderungen häufig nur mit erheblichen Zugeständnissen an die Arbeitnehmerseite durchgesetzt werden. Wird hierin ein unüberwindliches Hindernis gesehen, so bietet sich als Alternative nur ein Investment im Rahmen einer anderen Rechtsordnung an.

Der Vorstand einer Zielgesellschaft kann auch versuchen, „faktische“ Übernahmebarrieren zu errichten. Einerseits wäre es möglich, die Aktionäre durch unternehmerische Maßnahmen gegen ein Übernahmeangebot zu immunisieren. Bei positiver Kurswertentwicklung und attraktiver Dividende können die Aktionäre nur durch einen hohen Übernahmepreis zur Veräußerung der Anteile an einen Bieter bewegt werden. Andererseits kann sich der Vorstand bemühen, einen etwa vorhandenen Mehrheitsaktionär oder eine kontrollierende Aktionärsgruppe, die einer Übernahme ablehnend gegenüberstehen, als Gesellschafter an das Unternehmen zu binden. Diese für Österreich typische Beteiligungsstruktur hat dazu geführt, dass bislang nur wenige Übernahmeverfahren stattgefunden haben und feindliche

---

<sup>184</sup> *Schmidt*, Die Zukunft der Aktie, Dokumentation des Jubiläumssymposiums und des Börsenforums 2003 des Deutschen Aktieninstitut e.V., 26, unterscheidet zwischen aktiven und passiven Übernahmebarrieren, wobei als aktive die Abwehrmaßnahmen zu verstehen sind; in diesem Abschnitt sind die „passiven“ im Sinne von Schmidt dargestellt.

<sup>185</sup> *Hopt*, Übernahmeangebote im europäischen Recht, Festschrift für Fritz Rittner zum 70. Geburtstag (1991) 187 (193).

Übernahmen relativ selten sind<sup>186</sup>. Aber auch bei breit gestreutem Aktienbesitz - wie dies in Deutschland der Fall ist - kann sich der Vorstand einer potenziellen Zielgesellschaft darum bemühen, einen oder mehrere Kernaktionäre zu finden. Dies reduziert die Zahl der im Umlauf befindlichen Aktien und kann den Anteil der dem Vorstand freundlich gesinnten Aktionäre erhöhen.

Eine weitere „faktische“ Übernahmebarriere für unerwünschte Bieter besteht darin, dass sich der Vorstand einer Zielgesellschaft organisatorisch auf eine mögliche Übernahme vorbereitet, um kurzfristig auf ein unerwünschtes Übernahmeangebot reagieren zu können<sup>187</sup>.

## **2.1 Aktienrechtliche Übernahmebarrieren**

Die im deutschen und österreichischen Aktienrecht normierte Zweiteilung der Organe in Form von Aufsichtsrat und Vorstand stellt einen Schutzmechanismus gegen Übernahmen dar; eine Neubesetzung der Organe ist wesentlich schwieriger als bei dem amerikanischen one-tier-board<sup>188</sup>. Deshalb gab es in den USA vielfach Versuche, zur Übernahmeabwehr eine Zweiteilung der Organe herbeizuführen<sup>189</sup>.

Der Bieter kann bei einer feindlichen Übernahme nur dann den Vorstand mit Personen seines Vertrauens besetzen, wenn er über die Mehrheit der Stimmen im Aufsichtsrat verfügt. Stehen die Aufsichtsratsmitglieder dem Bieter ablehnend gegenüber, so muss er diese abberufen, wofür grundsätzlich eine  $\frac{3}{4}$ -Stimmenmehrheit durch die Hauptversammlung erforderlich ist (§ 103 Abs 1 S 2 dAktG/§ 87 Abs 3 öAktG), soweit nicht in der Satzung andere Mehrheitsquoten - wie zB häufig vorkommend die einfache Mehrheit<sup>190</sup> - vorgesehen sind (§ 103 Abs 1 S 3 dAktG/§ 87 Abs 3 Satz 3 öAktG). Die Satzung kann auch regeln, dass ein Aufsichtsratsmitglied nur bei Vorliegen eines wichtigen Grundes abberufen werden kann.

Selbst wenn es dem Bieter gelingen sollte, eine Mehrheit im Aufsichtsrat zu erlangen, so können neue Vorstandsmitglieder nur berufen werden, wenn nicht deren Höchstzahl satzungsmäßig festgeschrieben ist. Die ansonsten notwendige Abberufung eines Vorstandsmitglieds vor Ablauf der Amtszeit ist nach § 84 Abs 3 S 2 dAktG/§ 75 Abs 4

---

<sup>186</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 18.

<sup>187</sup> *von Buddenbrock*, Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 277 (284); *Lohrer*, Unternehmenskontrolle 249.

<sup>188</sup> *Michalski*, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote, AG 1997, 152 (156).

<sup>189</sup> *Hahn*, Feindliche Übernahme 161 (FN 593).

<sup>190</sup> *Krause*, Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, AG 2002, 133 (141).

öAktG nur bei Vorliegen eines wichtigen Grundes möglich, der aber auch durch Vertrauensentzug mit einfacher Mehrheit der Hauptversammlung geschaffen werden kann. Zudem ist die Abberufung eines Vorstandsmitglieds zunächst wirksam, ihre Unwirksamkeit muss erst rechtskräftig festgestellt werden (§ 84 Abs 3 S 4 dAktG/§ 75 Abs 4 S 4 öAktG), so dass für einen „findigen Bieter“ durchaus ein „Schlupfloch“ besteht<sup>191</sup>. Daher können diese Regelungen für einen Bieter die Erlangung der tatsächlichen Kontrolle nur zeitweise erschweren, aber eine Übernahme letztlich nicht verhindern.

## 2.2 „Faktische“ Übernahmebarriere: Shareholder Value

Der Vorstand kann durch seine Unternehmenspolitik dazu beitragen, die Aktionäre gegen die Annahme eines Übernahmeangebots zu immunisieren<sup>192</sup>. Die Verkaufsbereitschaft der Aktionäre steigt, wenn ihr Kapital nicht angemessen verzinst wird und die Wertentwicklung der Aktie hinter vergleichbaren Kapitalanlagen zurückbleibt. Wird dauerhaft eine hohe Dividende erzielt, so investieren die Aktionäre in ein erfolgreiches Unternehmen<sup>193</sup>, das eine langfristige Beteiligung rechtfertigt. Dies kann die Attraktivität einer kurzfristig erzielbaren Übernahmeprämie weitgehend relativieren. Verfolgt der Vorstand eine wertorientierte Unternehmenspolitik, wird also der Shareholder Value zur Leitidee für die Zielgesellschaft<sup>194</sup>, so wirkt sich dies nachhaltig auf die Höhe der Übernahmeprämie aus. Die Steigerung der Attraktivität des Unternehmens ist daher eine höchst effektive Übernahmebarriere<sup>195</sup>.

### 2.2.1 Das Shareholder Value-Konzept

Das Shareholder Value-Konzept ist „interessenmonistisch“ auf die Aktionäre ausgerichtet<sup>196</sup> und zielt auf die Vermeidung von unternehmerischen Fehlentscheidungen (zB bei diversifizierten Unternehmenszusammenschlüssen<sup>197</sup>), auf die Verbesserung der Kontrolle des Managements durch die Aktionäre (erfolgsabhängige Honorierung<sup>198</sup>) und soll so Informationsasymmetrien abbauen und der Gefahr eigennützigem Verhalten des

---

<sup>191</sup> Mühle, WpÜG 119.

<sup>192</sup> Schander, Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 1997, 1801; Schanz, Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie im deutschen Recht, NZG 2007, 927 (930).

<sup>193</sup> Lohrer, Unternehmenskontrolle 253.

<sup>194</sup> von Buddenbrock in von Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 277 (287).

<sup>195</sup> Schanz, Börseneinführung<sup>3</sup> § 20 Rz 36.

<sup>196</sup> Ballwieser, Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz, in Ballwieser, Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift Moxter (1994) 1377 (1389).

<sup>197</sup> Leber/Oberhausberg, Wertorientiertes Konzernmanagement – Konzernrollen und Steuerungsinstrumente, in Höfner/Pohl, Wertsteigerungs-Management - Das Shareholder Value-Konzept : Methoden und erfolgreiche Beispiele (1994) 150 (154) – mit einer Zusammenstellung von Untersuchungen aus den USA.

<sup>198</sup> Ballwieser, FS Moxter (1994) 1379 (1380).

Managements entgegenwirken<sup>199</sup>. Unternehmerische Entscheidungen werden deshalb daran gemessen, ob durch sie der Wert („Value“) des Unternehmens für seine Anteilseigner („Shareholder“) gesteigert wird<sup>200</sup>. Da eine Orientierung an den individuellen Aktionärsinteressen nicht möglich ist, steht im Mittelpunkt der Überlegungen der rationale Anleger mit diversifiziertem, risikoeffizientem Portfolio<sup>201</sup>.

### 2.2.2 Shareholder Value und Gesellschafts- /Unternehmensinteresse

Der Vorstand kann die Unternehmenspolitik nur dann am Shareholder Value ausrichten, wenn dies auch im Einklang mit dem Gesellschaftsinteresse<sup>202</sup>, das auf langfristige Gewinnmaximierung ausgerichtet ist, und dem Unternehmensinteresse steht, dessen wesentlicher Inhalt der Fortbestand und die dauerhafte Rentabilität des Unternehmens ist<sup>203</sup>.

Die im Gesellschaftsinteresse anzustrebende Gewinnmaximierung ist nicht gleichbedeutend mit dem Ziel der Marktwertmaximierung nach dem Shareholder Value-Ansatz. Konflikte zwischen diesen Zielen können sich im Einzelfall bei Investitionsentscheidungen (Ausbau vorhandener Geschäftsfelder oder Diversifizierung), bei Fragen der Unternehmenspolitik oder der Verwendung von Gewinnen (Ausschüttung oder Thesaurierung) ergeben<sup>204</sup>. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass eine konsequent wertorientierte Unternehmenspolitik zumindest langfristig beide Ziele erreichen wird<sup>205</sup>, zumal eine marktwertmaximierte Gesellschaft einen besseren Zugang zu Eigenkapital erhält und dadurch eine solide finanzielle Basis für weiteres Wachstum schafft<sup>206</sup>. Marktwertmaximierung schließt Gewinnmaximierung nicht aus - und umgekehrt -, so dass die Orientierung am Shareholder Value im Gesellschaftsinteresse liegt<sup>207</sup>. Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem KonTraG deutlich gemacht, dass sich der Vorstand an der Marktwertmaximierung orientieren kann, etwa durch den Rückerwerb eigener Aktien oder durch Aktienoptionsprogramme<sup>208</sup>.

---

<sup>199</sup> *Flassak*, Der Markt für Unternehmenskontrolle 35.

<sup>200</sup> *Rappaport*, Creating Shareholder Value (1986); *ders*, Shareholder-Value als Maßstab für die Unternehmensführung (1995); *Busse von Colbe*, Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht, ZGR 1997, 271.

<sup>201</sup> *Mülbert*, Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997, 129 (135).

<sup>202</sup> *Kuhner*, Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, ZGR 2004, 244; *Mülbert*, ZGR 1997, 129 (141).

<sup>203</sup> *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 70 Rz 11.

<sup>204</sup> *Mülbert*, ZGR 1997, 129 (156); *Busse von Colbe*, ZGR 1997, 271 (274).

<sup>205</sup> *Mülbert*, ZGR 1997, 129 (163); *Trautvetter*, Die Übernahme von Aktiengesellschaften und die Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft (2008) 90.

<sup>206</sup> *Mülbert*, ZGR 1997, 129 (171).

<sup>207</sup> *Kort* in *Hopt/Wiedemann*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> (2008) § 76 Rz 54.

<sup>208</sup> *Mülbert*, FS Röhrich (2005) 421 (433); *Groh*, Shareholder Value und Aktienrecht, DB 2000, 2153 (2157); *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 77.

Nach § 70 öAktG hat der Vorstand im Sinne des Wohls des Unternehmens unter Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre und der Arbeitnehmer sowie des öffentlichen Interesses zu handeln<sup>209</sup>. Im deutschen Aktienrecht ist - auch ohne ausdrückliche gesetzliche Erwähnung in § 76 dAktG - in gleicher Weise das Unternehmensinteresse zu beachten<sup>210</sup>; materiell wird darunter die „Resultante aus den verschiedenen Interessen der Unternehmensbeteiligten“<sup>211</sup> verstanden. Dies entspricht ständiger Rechtsprechung von BVerfG und BGH<sup>212</sup> und dem überwiegenden Schrifttum<sup>213</sup>. Die Bindung an das Unternehmensinteresse wird ausdrücklich bestätigt durch Z 13 des Österreichischen Corporate Governance Kodex und Z 4.1.1 des Deutschen Corporate Governance Kodex.

Bei Konflikten zwischen einzelnen Interessengruppen bildet das Unternehmensinteresse den „gemeinsamen Nenner“<sup>214</sup>, der Vorstand muss bei seinen Entscheidungen die verschiedenen grundsätzlich gleichrangigen<sup>215</sup> Interessen gegeneinander abwägen<sup>216</sup>. Hierbei besteht für den Vorstand ein unternehmerischer Ermessensspielraum<sup>217</sup>. Das Unternehmensinteresse wird verletzt, wenn einseitig die Interessen der Aktionäre wahrgenommen und übrigen Interessen vernachlässigt werden<sup>218</sup>. Der Vorstand ist nicht auf das Ziel verpflichtet, nachhaltig möglichst hohen Gewinn zu erzielen; andererseits darf das Interesse am Unternehmenserfolg im Sinne eines angemessenen, zur substanziellen Erhaltung der Kapital- und Ertragskraft ausreichenden Gewinns gegenüber der Verfolgung anderer Ziele nicht unangemessen zurücktreten<sup>219</sup>.

Die Bedeutung der Leitmaxime „Unternehmensinteresse“ ist jedoch nicht eindeutig geklärt<sup>220</sup>, da sie als Generalklausel verhältnismäßig „weitmaschig“ ausfällt<sup>221</sup>. Zweifel bestehen auch, ob durch die Figur des Unternehmensinteresses die rechtlichen Bindungen des Vorstands konkretisiert werden können<sup>222</sup>. Um zu verhindern, dass der Vorstand unter dem Vorwand des

---

<sup>209</sup> OGH 6.9.1990, 12 Os 50/90 JBl 1991, 532.

<sup>210</sup> Zöllner, Unternehmensinnenrecht – Gibt es das ?, AG 2003, 1.

<sup>211</sup> Mülbart, ZGR 1997, 129 (135,142).

<sup>212</sup> BVerfGE 50, 280 (374); BGHZ 36, 296 (306); BGH NJW 1979, 1823 (1826).

<sup>213</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 15.

<sup>214</sup> Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 70 Rz 11.

<sup>215</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup>, § 70 Rz 28; Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 70 Rz 15; Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> vor § 76 Rz 47 und § 76 Rz 69.

<sup>216</sup> Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 70 Rz 15.

<sup>217</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz. 9; Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 24.

<sup>218</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 24.

<sup>219</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 10 (21).

<sup>220</sup> Mülbart, ZGR 1997, 129 (142) verweist auf vier unterschiedliche Literaturkonzeptionen.

<sup>221</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 6.

<sup>222</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> vor § 76 Rz 71.

Unternehmensinteresses eigennützige Ziele verfolgt, wird die Auffassung vertreten, dass den Interessen der Aktionäre der Vorrang einzuräumen ist<sup>223</sup>. Da die Aktie nicht nur dazu dient, dem Aktionär Eigentum zu vermitteln sondern auch als Finanzierungsinstrument anzusehen ist, gewinnen ökonomische Zielsetzungen auch im Aktienrecht zunehmend an Gewicht<sup>224</sup>. Das Interesse an der Effizienz der Kapitalmärkte und insbesondere des Marktes für Unternehmenskontrolle erfordere die vorrangige Berücksichtigung der Aktionärsinteressen<sup>225</sup>. Im neueren Schrifttum wird die Orientierung am Shareholder Value bei börsennotierten Aktiengesellschaften als ein „Gebot des Aktienrechts“<sup>226</sup> angesehen, der Vorstand erhalte hierdurch eine eindeutige Handlungsanweisung<sup>227</sup>; die Arbeitnehmer-, Verbraucher- und Allgemeininteressen würden zudem ausreichend durch Vorschriften außerhalb des Aktienrechts geschützt<sup>228</sup>. Die Aktiengesellschaft sei schließlich eine „Veranstaltung der Aktionäre“<sup>229</sup>, da diese auch das finanzielle Unternehmensrisiko tragen. Fraglich bleibt allerdings, ob der Vorstand mit dem Shareholder Value-Konzept eine eindeutige Handlungsanleitung erhält, da in unterschiedlichen Zeithorizonten auch unterschiedliche Aktionärsinteressen auftreten können<sup>230</sup>.

Gegen die einseitige und ausschließliche Verpflichtung des Vorstandes auf die Interessen der Aktionäre sprechen schon verfassungsrechtliche Gründe, die sich aus der Sozialbindung des Eigentums herleiten<sup>231</sup>, sowie praktische Gründe, etwa wenn der Vorstand - wie in Deutschland - durch einen paritätisch mitbestimmten Aufsichtsrat oder - wie in Österreich - in Form der Mitwirkung der Arbeitnehmer nach § 110 ArbVG bestellt wird<sup>232</sup>. Eindimensionale Zielsetzungen sind aus Unternehmenssicht schädlich<sup>233</sup> und werden daher vom Markt nicht akzeptiert; so dann zB davon ausgegangen werden, dass „ein starkes Unbehagen .... auch

---

<sup>223</sup> Mülbert, Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in *Crezelius/Hirte/Vieweg (Hrsg)*, Festschrift für Volker Röhricht zum 65. Geburtstag (2005) 421 (424); *Zöllner*, AG 2003, 1 (7); *Kirchner*, Managementpflichten bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten, WM 2000, 1821 (1822).

<sup>224</sup> *Sünner*, Effizienz von Unternehmensorganen als Grundsatz der Corporate Governance, AG 2000, 492; *Reul*, Pflicht zur Gleichbehandlung 246; *Fleischer*, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320 b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Verbundberücksichtigungsprinzip? ZGR 1997, 368 (389).

<sup>225</sup> *Kirchner*, WM 2000, 1821 (1822).

<sup>226</sup> *Mülbert*, FS Röhricht (2005) 421 (437) unter Bezugnahme auf BGHZ 153, 47 (55) = WM 2003, 437 („Macotron“).

<sup>227</sup> *Kuhner*, ZGR 2004, 244 (254).

<sup>228</sup> *Seibt* in *Schmidt/Lutter*, Aktiengesetz § 76 Rz 12.

<sup>229</sup> *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) § 1 Rz 30.

<sup>230</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 17.

<sup>231</sup> *Trautvetter*, Verhaltenspflichten 91; *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht (2000) 142.

<sup>232</sup> zur Bedeutung des Arbeitsrechts für Unternehmen: *Zöllner*, AG 2003, 1 (10).

<sup>233</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 19.

seitens institutioneller Investoren“ gegen kurzfristige Ergebnisverbesserungen zulasten der Arbeitnehmer besteht<sup>234</sup>.

Um den Erfordernissen des Kapitalmarkts entgegenzukommen und um zu vermeiden, dass der Vorstand eigennützige Ziele verfolgt, kann aber den Aktionärsinteressen ein Gewichtungsvorsprung eingeräumt werden, ohne dass die interessenplurale Grundkonzeption des Aktienrechts aufgegeben werden muss<sup>235</sup>. Die Interessenpluralität verschafft dem Vorstand einen gewissen Freiraum gegenüber der Stimmrechtsmacht der Aktionäre<sup>236</sup>; bei einer ausschließlichen Verpflichtung auf die Aktionärsinteressen wäre der Vorstand eher „Mandatar“ als Unternehmer<sup>237</sup>. Der Vorstand muss die übrigen Interessen angemessen berücksichtigen<sup>238</sup>; bei nicht lösbaren Interessenkonflikten können die Aktionärsinteressen tendenziell aufgewertet werden<sup>239</sup>, wodurch das Spannungsverhältnis von Kapital, Arbeit und Gemeinwohl zugunsten der Aktionäre verschoben wird<sup>240</sup>.

Wird der Shareholder Value-Ansatz so interpretiert, dass alle Kräfte zur Steigerung des Unternehmenswertes eingesetzt werden, ohne die anderen Interessen vollständig zu vernachlässigen („moderates“ Shareholder Value-Konzept), so wird das Gebot der Interessenpluralität nicht verletzt<sup>241</sup>. Aufgabe des Vorstandes ist es, die Aktionärsinteressen langfristig mit den wohlverstandenen Interessen der übrigen Interessengruppen zu vereinbaren („praktische Konkordanz“<sup>242</sup>); nur das bestmögliche Betriebsergebnis kann den Bestand und die positive Entwicklung des Unternehmens sichern. Für den Vorstand ist der Shareholder Value aber nur „einer von mehreren Aspekten“, die mit der Wahrnehmung der Aktionärsinteressen verbunden sind<sup>243</sup>. Immerhin hat das Bundesarbeitsgericht bestätigt, dass eine betriebsbedingte Kündigung damit begründet werden kann, dass Personal zur Steigerung der Rendite abgebaut werden soll<sup>244</sup>.

---

<sup>234</sup> Mülbart, ZGR 1997, 129 (140).

<sup>235</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 12b.

<sup>236</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 12a.

<sup>237</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 12b.

<sup>238</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 24; Kirchner, WM 2000, 1821 (1822); von Werder, Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns? ZGR 1998, 69 (86).

<sup>239</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 12b.

<sup>240</sup> Hüffer, Aktienbezugsrechte als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern – gesellschaftsrechtliche Analyse, ZHR 161 (1997) 214 (217).

<sup>241</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 19; Enzinger, Shareholder Value – Modisches Schlagwort oder gesellschaftsrechtlich relevanter Begriff, GesRZ 1997, 218; Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 79.

<sup>242</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 19.

<sup>243</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 24.

<sup>244</sup> BAG DB 1999, 1909 (1910).

Der Vorstand darf sich im Rahmen seines Ermessens daher nach deutschem<sup>245</sup> wie nach österreichischem<sup>246</sup> Recht am Shareholder Value orientieren, ohne allerdings die übrigen Interessen zu vernachlässigen; würden diese jedoch übermäßig berücksichtigt, so wäre zu befürchten, dass das Unternehmen nach den Regeln einer dynamischen Volkswirtschaft aus dem Markt ausscheidet<sup>247</sup>. In diesem Sinne kann der Shareholder Value auch als Unternehmensziel in der Satzung festgeschrieben werden<sup>248</sup>.

In der Praxis bedeutet die Orientierung am Shareholder Value, dass der Vorstand Maßnahmen zur Optimierung der Ertragslage (strategische Fokussierung, Verfolgung einer konsequenten Wachstumspolitik, operative Exzellenz sowie hohe Produktivität und nachhaltiges Kostenmanagement) zu treffen hat, um den Unternehmenswert zu steigern. Wird zudem durch eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik und die Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen der Kurs der Aktien marktgerecht gesteigert, so werden die Aktionäre langfristig an das Unternehmen gebunden und einer Unterbewertung entgegengewirkt; mit der Orientierung am Shareholder-Value kann der Vorstand einer potenziellen Zielgesellschaft eine „faktische“ Barriere gegen unerwünschte Übernahmen errichten.

### **2.3 Der Aktionärskreis als „faktische“ Übernahmeharriere**

Wird die Gesellschaft bereits durch einen Mehrheitsaktionär oder eine Aktionärsgruppe kontrolliert, so ist der Erwerb eines Aktienpakets für einen potenziellen Bieter unrealistisch, wenn der Vorstand das Unternehmen wertorientiert führt. Will der Vorstand unerwünschte Übernahmen vermeiden, so gilt es, einen wohl gesinnten Aktionärskreis zu erhalten oder sich um einen solchen zu bemühen. Eine zusätzliche Übernahmeharriere kann durch Stimmbindungs- oder Syndikatsverträge zwischen den Aktionären geschaffen werden.

#### **2.3.1 Die Erhaltung des Aktionärskreises**

Sofern ein Unternehmen einen Kapitalbedarf aufweist, der nicht durch Fremdmittel gedeckt werden kann, kann der stimmberechtigte Aktionärskreis erhalten werden, auch wenn dieser sich nicht an einer Kapitalerhöhung beteiligen möchte. Der Vorstand kann dann darauf

---

<sup>245</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 77: „ein zulässiges Subziel ..., das der Vorstand wählen kann, aber nicht muss“.

<sup>246</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 19.

<sup>247</sup> Kuhner, ZGR 2004, 244 (252).

<sup>248</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 81; Fleischer in Fleischer, Handbuch § 1 Rz 32.

hinwirken, dass der Gesellschaft durch Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder Genussrechten frisches Kapital zugeführt wird<sup>249</sup>.

### 2.3.1.1 ...durch Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien

Stimmrechtslose Vorzugsaktien (§ 12a Abs 1 öAktG/ §§ 12 Abs 1 S 2, 139 dAktG) dürfen in Deutschland bis zur Hälfte (§ 139 Abs 2 dAktG), in Österreich bis zu einem Drittel (§ 12a Abs 2 öAktG) des Grundkapitals ausgegeben werden. Der sich für deutsche Aktiengesellschaften ergebende größere Handlungsspielraum kann im Einzelfall durchaus Bedeutung erlangen, lässt sich aber durch eine vorausschauende Unternehmensfinanzierung weitgehend aufholen. Zu berücksichtigen ist auch, dass der Preis für den Ausschluss des Stimmrechts in der Zahlung einer höheren Dividende besteht und daher die Ausgabe von Vorzugsaktien durch die Ertragserwartungen der Gesellschaft limitiert wird. Tatsächlich kommen Vorzugsaktien eher selten vor<sup>250</sup>.

Voraussetzung für die Ausgabe von Vorzugsaktien als besondere Aktiengattung nach § 11 dAktG/ § 11 öAktG ist ein entsprechender Kapitalerhöhungsbeschluss der Hauptversammlung nach § 182 dAktG/§ 149 öAktG mit einer  $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals. Weitere Zustimmungserfordernisse bestehen nicht<sup>251</sup>, es sei denn aufgrund vorhandener besonderer Aktiengattungen. Um die Aktien bei Dritten platzieren zu können, ist jedoch das Bezugsrecht der Stammaktionäre auszuschließen, was zweckmäßigerweise zugleich mit der Kapitalerhöhung durch die Hauptversammlung mit  $\frac{3}{4}$  - Mehrheit beschlossen wird (§ 186 Abs 3 dAktG/§ 153 Abs 3 öAktG).

Zur Strukturierung des Aktionärskreises könnten auch Stammaktien nachträglich in Vorzugsaktien umgewandelt werden. Hierzu ist jedoch nach hM nicht nur die Zustimmung der betroffenen sondern auch der von der Umwandlung nicht betroffenen Stammaktionäre erforderlich<sup>252</sup>, weil ansonsten das Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre tangiert wäre<sup>253</sup>. Nach der praxisnäheren Gegenmeinung soll in Analogie zu den Sonderbeschlüssen (§ 138

---

<sup>249</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in Assmann/Basualda/Bozenhardt/Peltzer, Übernahmeangebote, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 9 (1990) 125.

<sup>250</sup> unter den DAX-Werten sind dies die Fresenius SE, die Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA, die Henkel & Co. KGaA sowie die VW AG, im ATX sind Vorzugsaktien nicht notiert (Stand: September 2010).

<sup>251</sup> Zöllner, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 139 Rz 24; Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 36.

<sup>252</sup> Volhard, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 139 Rz 5; Zöllner, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 139 Rz 23; Schmidt, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 139 Rz 31.

<sup>253</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz<sup>2</sup> (2008) § 33 Rz 64; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 139 Rz 12; Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 32.

dAktG/§146 Abs 2 öAktG) ein Mehrheitsbeschluss der von der Umwandlung betroffenen Aktionäre ausreichen<sup>254</sup>. Da aber auch ein solcher Mehrheitsbeschluss nicht mit Sicherheit zustande kommt, dürfte von dieser Möglichkeit nur selten Gebrauch gemacht werden.

Die Ausgabe von Vorzugsaktien wirkt sich jedoch nachteilig aus, wenn die Zielgesellschaft in eine Krise gerät. Das Stimmrecht der Vorzugsaktien lebt wieder auf, wenn das Unternehmen nachhaltig nicht in der Lage ist, die Vorzugsdividende zu zahlen (§ 140 Abs 2 dAktG)<sup>255</sup> oder wenn der Vorzugsbetrag nicht vollständig gezahlt und im folgenden Geschäftsjahr nicht nachgeholt wird (§ 116 öAktG aF; jetzt § 12a öAktG)<sup>256</sup>. Solange aber die Vorzugsdividende erwirtschaftet wird, kann ein potenzieller Bieter wegen eines Eigenmittelbedarfs der Zielgesellschaft keine zusätzliche Möglichkeit zum Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung erlangen. Besonders wirksam als Übernahmeharriere ist es, wenn entweder nur die Vorzugsaktien an der Börse notiert sind oder nur so viele Stammaktien im Umlauf sind, dass dies nicht zur Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft ausreicht.

### 2.3.1.2 ...oder Genussrechten

Eine zweite Möglichkeit zur Verstärkung der Kapitalbasis bei unverändertem Aktionärskreis besteht in der Ausgabe von Genussrechten, die in Form von Schuldverschreibungen Vermögensrechte verbriefen. Das Unternehmen erhält dadurch finanzielle Mittel, die gewinnorientiert oder zu einem festen Satz verzinst werden; ob tatsächlich Zinsen gezahlt werden, hängt davon ab, ob ausreichender Unternehmensgewinn erwirtschaftet wurde. Eine ausdrückliche gesetzliche Regelung ist - bis auf die Verweise in § 221 Abs 3 dAktG/§ 174 Abs 3 öAktG - für dieses Rechtsinstitut nicht gegeben; der Gesetzgeber wollte damit eine privatautonome Entwicklung ermöglichen<sup>257</sup>. Bei der Ausgabe von Genussrechten handelt sich um einen Vertrag sui generis, der ein Dauerschuldverhältnis entstehen lässt<sup>258</sup>. Erforderlich für die Ausgabe ist ein Beschluss der Hauptversammlung mit ¾-Mehrheit, die Aktionäre haben ein Bezugsrecht (§ 221 Abs 4 dAktG/§ 174 öAktG), das durch Beschluss der Hauptversammlung ausgeschlossen werden kann (§ 186 Abs 3 dAktG/§ 153 Abs 3 öAktG). In analoger Anwendung von § 203 Abs 2 S 1 dAktG/§ 170 Abs 2 öAktG kann auch der

---

<sup>254</sup> Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 33; Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 260.

<sup>255</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 125.

<sup>256</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 116 Rz 2; Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 116 Rz 10.

<sup>257</sup> Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 174 Rz 27.

<sup>258</sup> BGHZ 119, 305 (330) = NJW 1993,57; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 27.

Vorstand zum Ausschluss des Bezugsrechts ermächtigt werden<sup>259</sup>. Die Aktiengesellschaft kann sich mit der Ausgabe von Genussrechten finanzieren, ohne den Aktionärskreis in Anspruch zu nehmen; nachteilig wirkt sich aus, dass Genussrechte nur bei attraktiver Verzinsung marktfähig sind.

### 2.3.1.3 Vereinbarungen auf Gesellschafterebene

Durch einen Stimmbindungsvertrag verpflichten sich einzelne Aktionäre auf Dauer oder nur für einzelne Abstimmungen, ihr Stimmrecht in der Hauptversammlung in bestimmter Weise auszuüben oder nicht wahrzunehmen<sup>260</sup>. Ein einheitlich ausgeübtes Stimmrecht kann zu größerem Einfluss auf Entscheidungen der Hauptversammlung führen und so für einen unerwünschten Bieter die Erlangung der tatsächlichen Kontrolle über die Gesellschaft aussichtslos erscheinen lassen.

Stimmbindungsverträge haben lediglich schuldrechtlichen Charakter und entfalten damit keine Außenwirkung. Sie sind grundsätzlich rechtlich zulässig<sup>261</sup>, in Österreich als Syndikatsverträge zwischen Kernaktionären sogar häufig anzutreffen<sup>262</sup>. Unzulässig ist aber der Stimmenkauf<sup>263</sup> sowie ein auf unmögliche Leistung gerichteter oder ansonsten treuwidriger Stimmbindungsvertrag; unwirksam ist ein Stimmbindungsvertrag mit dem Inhaber von vinkulierten Namensaktien, wenn die Zustimmung der Gesellschaft nicht erteilt wurde<sup>264</sup>. Die Stimmbindung an Gesellschaftsorgane ist nichtig<sup>265</sup>, ebenso bedenklich sind Stimmbindungsverträge mit Nichtaktionären im Hinblick auf die Verbandssouveränität<sup>266</sup>. Ein wichtiger Unterschied zur deutschen Rechtslage besteht darin, dass in Österreich die treuwidrige Stimmrechtsausübung als wirksam angesehen wird<sup>267</sup>.

Nach überwiegender Meinung ist das Schmieden von Koalitionen unter Aktionären durch den Vorstand auch zulässig, um damit einer späteren Übernahme entgegenzuwirken<sup>268</sup>. Dies wird

---

<sup>259</sup> BGH AG 2007, 863; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 39.

<sup>260</sup> Schröder, Münchner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 136 Rz 56.

<sup>261</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 133 Rz 27; Schröder, Münchner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 136 Rz 61.

<sup>262</sup> Kastner/Doralt/Nowotny, Grundriss des österreichischen Gesellschaftsrechts<sup>5</sup> 273; Kastner, Syndikatsverträge in der österreichischen Praxis, ÖZW 1980, 1 (2); Tichy, Münchner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 136 Rz 120.

<sup>263</sup> Nach hM in Österreich nur, wenn darin tatsächlich eine Sittenwidrigkeit nach § 879 ABGB liegt: Nowotny, Höchststimmrecht als Abwehrmechanismus gegen Übernahmen? RdW 2001, 132.

<sup>264</sup> Schröder, Münchner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 136 Rz 63.

<sup>265</sup> Tichy, Münchner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 136 Rz 131.

<sup>266</sup> Tichy, Münchner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 136 Rz 136.

<sup>267</sup> Tichy, Münchner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 136 Rz 129.

<sup>268</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 63; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 123; Hirte, Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung,

vereinzelt bestritten unter Hinweis auf eine Behinderung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre<sup>269</sup>. Dem kann nicht gefolgt werden, da der Abschluss eines solchen Vertrages eine autonome Entscheidung der Aktionäre ist. Die Gesellschafter können insoweit eine wirksame Übernahmebarriere errichten.

Zu beachten ist aber, dass die beteiligten Aktionäre durch Abschluss und Durchführung eines Stimmbindungsvertrages auch einer eigenen Angebotspflicht unterliegen könnten<sup>270</sup>. Diese Pflicht besteht nach § 35 WpÜG/§ 22 ÜbG, wenn eine kontrollierende Beteiligung erlangt wird, wobei es nicht auf die Technik der Kontrollerlangung ankommt<sup>271</sup>. Wesentliche Voraussetzung ist aber, dass die Vertragspartner allein oder gemeinsam einen kontrollierenden Einfluss auf die Zielgesellschaft ausüben können, was auch bei Begründung, Änderung oder Auflösung eines Aktionärssyndikats<sup>272</sup> oder eines Stimmrechtspools<sup>273</sup> der Fall sein kann. Die Begründung einer Gruppe nach § 22a Z 1 ÜbG kann formlos durch Vertragsschluss oder Absprache erfolgen<sup>274</sup>, und zwar zwischen Aktionären, von denen keiner über eine kontrollierende Beteiligung verfügt. Kann ein Aktionär das Syndikat beherrschen, so unterliegt er der Angebotspflicht, auch wenn sein eigener Anteil unter 30% liegt<sup>275</sup>. Dies ergibt sich unmittelbar aus § 22a ÜbG<sup>276</sup>; da im deutschen Recht eine Paralellvorschrift zu § 22a ÜbG fehlt, wird die Angebotspflicht bei Bildung eines Stimmrechtspools aus § 35 Abs 1 iVm § 30 Abs 2 WpÜG abgeleitet<sup>277</sup>. Eine Angebotspflicht besteht jedoch nicht, „wenn der beherrschende Rechtsträger bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise nicht wechselt“ (§ 24 Abs 3 Z 4 ÜbG)<sup>278</sup>. Auch bei Änderung eines Syndikatsvertrages hinsichtlich der Willensbildung besteht keine Angebotspflicht nach § 22a ÜbG, sofern dadurch die Interessen der Aktionäre nicht gefährdet

---

ZGR 2002, 623 (633); *Maier-Reimer*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001) 258 (263).

<sup>269</sup> *Trautvetter*, Verhaltenspflichten 233.

<sup>270</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 30 Rz 70; *Winner*, Rechtspolitisches zum Pflichtangebot - eine Würdigung des ÜBRÄG 2006, GesRZ 2007, 391 (393); *Winner*, Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht, ÖJZ 2006, 659 (663).

<sup>271</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 35 Rz 34; *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 192 ff; *Huber* in *Huber*, Übernahmegesetz Kommentar (2007) § 22 Rz 26.

<sup>272</sup> *Huber* in *Huber*, Übernahmegesetz § 22 Rz 31; *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 195.

<sup>273</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 35 Rz 62; *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 35 Rz 106.

<sup>274</sup> *Huber* in *Huber*, Übernahmegesetz § 22a Rz 20.

<sup>275</sup> *Huber* in *Huber*, Übernahmegesetz § 22a Rz 74.

<sup>276</sup> *Huber* in *Huber*, Übernahmegesetz § 22a Rz 80; Stellungnahmen ÜbK vom 29. November 2007 (GZ 2007/2/2 - 30) und 20.5.2009 (GZ 2009/1/3 - 30).

<sup>277</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 35 Rz 62.

<sup>278</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 201.

sind<sup>279</sup>. Standstill-Vereinbarungen, durch die sich Aktionäre untereinander verpflichten, ihren Anteil weder zu erhöhen noch zu vermindern, sind nicht auf Änderung der Kontrolle über die Zielgesellschaft ausgerichtet und können daher ein Pflichtangebot nicht auslösen<sup>280</sup>. Entscheidend kommt es darauf an, ob die Aktionäre mit einer Vereinbarung ein konkretes unternehmerisches Konzept verfolgen<sup>281</sup>.

Die „Gefahr“ eines Pflichtangebots kann auch nicht dadurch gebannt werden, dass Stimmbindungsverträge nur von Aktionären getroffen werden, die die 30%-Schwelle gemeinsam nicht überschreiten, da zwar die Vermutungsregelung nach § 1 Z 6 ÜbG nicht greift, sich aber aus anderen Umständen im Einzelfall (Organposition) ein gemeinsames Vorgehen ergeben kann<sup>282</sup>. Obwohl auch eine Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 WpÜG/§ 24 ÜbG möglich ist<sup>283</sup>, kommt es in erster Linie darauf an, einen Stimmrechtspool oder Syndikatsvertrag sorgfältig zu strukturieren<sup>284</sup>.

### 2.3.2 Schaffung eines stabilen Aktionärskreises

Bei Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktionärskreis kann der Vorstand darauf hinarbeiten, dass freundlich gesinnte Investoren als Großaktionäre oder zumindest als kontrollierende Aktionärsgruppe gewonnen werden. Ist das Unternehmen rentabel und gut geführt, so käme eine Beteiligung Dritter durch Aktienkäufe über die Börse in Betracht; der Erfolg eines derartigen Unterfangens hängt damit vom Aktienkurs, der allgemeinen Verfassung der Kapitalmärkte und nicht zuletzt von dem zur Verfügung stehenden Anlagekapital ab. Eine Strukturierung des Aktionärskreises über die Börse ist nur über einen längeren Zeitraum möglich, da eine kurzfristig ansteigende Aktiennachfrage unweigerlich zu Kurssteigerungen führen würde, die den wirtschaftlichen Sinn einer Beteiligung gefährden könnten.

---

<sup>279</sup> Stellungnahme ÜbK - GZ 2010/1/2-30 - „Porr“, abrufbar unter: [http://www.takeover.at/Download/Porr\\_Stellungnahme\\_05.05.2010.pdf](http://www.takeover.at/Download/Porr_Stellungnahme_05.05.2010.pdf) (30.8.2010); *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 206.

<sup>280</sup> *Kraus*, Angebotspflicht durch Angebotsverhinderung bei Standstill-Vereinbarungen? wbl 2010, 64 (70), der eine „verdeckte Lücke“ annimmt; nicht von § 30 Abs 2 S 1 WpÜG erfasst: BGH, BB 2006, 2432 (2435) „WMF“; *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 30 Rz 57.

<sup>281</sup> BGH, BB 2006, 2432 (2435) „WMF“.

<sup>282</sup> *Winner/Schulz*, ÖBA 2010, 82 (86).

<sup>283</sup> *Klepsch in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 37 Rz 36; *Gall in Huber*, Übernahmegesetz § 24 Rz 8.

<sup>284</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 35 Rz 62.

### **2.3.2.1 ...durch Kapitalmaßnahmen**

Um einen stabilen Aktionärskreis zu gewinnen, kann der Vorstand Gespräche mit interessierten Investoren führen und entsprechende Zuteilungsvorschläge im Zusammenhang mit einer ordentlichen Kapitalerhöhung nach § 182 dAktG/§ 149 öAktG oder der Schaffung eines genehmigten Kapitals (§ 202 dAktG/§ 169 öAktG) unterbreiten. Wird das Bezugsrechts der Aktionäre bereits mit dem Kapitalerhöhungsbeschluss ausgeschlossen (Direktausschluss) - bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung nach § 186 dAktG/§ 153 Abs 1 öAktG, beim genehmigten Kapital nach §§ 203, 186 Abs 3 dAktG/§§ 170 Abs 1, 153 Abs 3 öAktG - oder der Vorstand hierzu nach § 203 Abs 2 dAktG/§ 170 Abs 2 öAktG ermächtigt<sup>285</sup>, so kann der Vorstand im Rahmen seiner Geschäftsführungsbefugnis entsprechenden Investoren eine Beteiligung anbieten. Die gleiche Wirkung kann der Ausgabe von Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen<sup>286</sup> an befreundete Investoren bei Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre nach §§ 221 Abs 1 und 4, 186 Abs 3 dAktG/§§ 174, 153 Abs 3 öAktG zukommen. Entsprechend den Anleihebedingungen können die Inhaber der Schuldverschreibungen bei Fälligkeit Aktien beziehen und dadurch den Kreis der wohlgesinnten Aktionäre vergrößern. In jedem Fall ist die Auswahl der Erwerber eine zulässige Geschäftsführungsmaßnahme<sup>287</sup>.

### **2.3.2.2 ...durch Veräußerung eigener Aktien**

Hält die Gesellschaft eigene Aktien aufgrund entsprechender Beschlüsse der Hauptversammlung nach § 71 dAktG/§ 65 öAktG, so kann die Veräußerung dieser Aktien ebenfalls zur Strukturierung des Aktionärskreises eingesetzt werden. Eigene Aktien können auch den Mitarbeitern angeboten werden, um diese an das Unternehmen zu binden. Da die Belegschafts-Aktionäre im Falle eines feindlichen Übernahmeangebots aus Sorge um ihren Arbeitsplatz eher der Argumentation des Vorstands der Zielgesellschaft folgen, kann auch hierdurch eine Übernahmeharriere errichtet werden<sup>288</sup>. Verboten ist nur der Handel mit diesen Aktien (§ 71 Abs 1 Z 8 S 2 dAktG/§ 65 Abs 1 Z 8 S 2 öAktG).

Allerdings steht den Aktionären auch bei der Veräußerung eigener Aktien ein Bezugsrecht nach § 71 Abs 1 Z 8 S 5 dAktG/§ 65 Abs 1b öAktG zu, sofern die Aktionäre eine andere Art

---

<sup>285</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 90; Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 170 Rz 11.

<sup>286</sup> Schanz, Börseneinführung<sup>3</sup> § 20 Rz 54.

<sup>287</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 25.

<sup>288</sup> Hlawati/Birkner/Graf, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, *ecolex* 2000, 84 (86); Krause, AG 2002, 133 (138).

der Veräußerung beschlossen haben, damit diese ihre Beteiligungsquote erhalten können und vor Verwässerung ihrer Stimmrechtsquote geschützt sind<sup>289</sup>. Der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre wird gewahrt, wenn die eigenen Aktien über die Börse oder durch öffentliches Angebot veräußert werden (§ 71 Z 8 S 4 dAktG/§ 65 Abs 1b öAktG)<sup>290</sup>.

Die Hauptversammlung kann den Vorstand zu einer anderen Art der Veräußerung ermächtigen (§ 71 Abs 1 Z 8 S 5 dAktG/ § 65 Abs 1b S 3 öAktG)<sup>291</sup>. Wegen des Verweises auf § 186 Abs 3 S 1 dAktG muss der Ermächtigungsbeschluss nach § 71 Abs 1 Z 8 S 1 dAktG und der Beschluss einer anderen Veräußerungsart gemeinsam gefasst werden<sup>292</sup>; der Beschluss muss den Anforderungen des Bezugsrechtsausschlusses (3/4-Kapitalmehrheit) entsprechen<sup>293</sup>. Eine analoge Anwendung der §§ 202 ff dAktG „ist weder angeordnet noch veranlasst“<sup>294</sup>. Auch nach österreichischem Recht kann die Hauptversammlung dem Vorstand die Entscheidung über eine andere Art der Veräußerung überlassen (genehmigter Aktienrückverkauf), wobei die §§ 169 – 171 öAktG sinngemäß anzuwenden sind<sup>295</sup>. Diese Ermächtigung kann für die Dauer von fünf Jahren erteilt werden, die Veräußerung durch den Vorstand bedarf der Zustimmung durch den Aufsichtsrat<sup>296</sup>.

### 2.3.3 Ausschluss des Bezugsrechts

Gestaltende Kapitalmaßnahmen zum Erhalt oder zur Schaffung eines freundlich gesinnten Aktionärskreises sind nur möglich, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen wird. Nach § 186 Abs 3 S 4 dAktG kann das Bezugsrecht ausgeschlossen werden, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen<sup>297</sup> erfolgt, maximal 10% des Grundkapitals beträgt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis nicht wesentlich unterschreitet (erleichterter Bezugsrechtsausschluss). Diese Möglichkeit besteht auch beim genehmigten Kapital,

---

<sup>289</sup> Bayer, Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, ZGR 2002, 588 (594); Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008) 3/864.

<sup>290</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 178; Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 247; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 67; Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 65 Rz 86; Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht 3/864.

<sup>291</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 409: „genehmigter Aktienrückverkauf“; Merkt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 71 Rz 283; von den ATX-Unternehmen sieht nur die Satzung der Mayr-Melnhof Karton AG eine Ermächtigung zur Veräußerung eigener Aktien vor (Stand: September 2010).

<sup>292</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 256; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 408.

<sup>293</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 256; Merkt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 71 Rz 284; Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 65 Rz 93; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 69.

<sup>294</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 71 Rz 19m; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 183;

Reichert/Harbarth, Veräußerung und Einziehung eigener Aktien, ZIP 2001, 1441 (1446).

<sup>295</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 409.

<sup>296</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 409.

<sup>297</sup> bezieht sich also nicht auf die Sacherhöhung, die allerdings neben der Barkapitalerhöhung möglich ist: Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 39c.

obgleich hierauf in § 203 Abs 2 dAktG nicht ausdrücklich Bezug genommen wird; es liegt eine planwidrige Lücke vor<sup>298</sup>. Der Vorstand muss aber auch beim erleichterten Bezugsrechtsausschluss prüfen, ob das zum Zeitpunkt des Ermächtigungsbeschlusses angenommene Finanzierungsinteresse noch bei der Inanspruchnahme des genehmigten Kapitals gegeben ist<sup>299</sup>. Die Grundsätze des erleichterten Bezugsrechtsausschlusses sind auch auf die Ermächtigung der Hauptversammlung zur anderweitigen Veräußerung eigener Aktien anwendbar<sup>300</sup> (§§ 71 Abs 1 Z 8 S 5, 186 Abs 3 S 4 dAktG). Das österreichische Aktiengesetz sieht zwar den erleichterten Bezugsrechtsausschluss nicht vor, die tragenden Gründe dieser Bestimmung können aber berücksichtigt werden. Erfolgt die Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss zu einem angemessenen Ausgabebetrag und wird hierdurch nicht in konkrete Beteiligungspositionen eingegriffen, so kann auch ein relativ geringes sachliches Interesse der Gesellschaft an der Maßnahme als ausreichend angesehen und das Kriterium der Erforderlichkeit milder beurteilt werden<sup>301</sup>.

In allen anderen Fällen des Bezugsrechtsausschlusses sind materielle Voraussetzungen zu berücksichtigen, die weitgehend ausschließen, dass Kapitalmaßnahmen für Zwecke des Vorstands instrumentalisiert werden können; der Vorstand muss zudem die Aktionäre über die Gründe für einen Bezugsrechtsausschluss umfassend informieren.

### 2.3.3.1 Materielle Voraussetzungen

Nach österreichischer Rechtsprechung und Lehre setzt der Bezugsrechtsausschluss materiell eine sachliche Rechtfertigung voraus<sup>302</sup>, wobei das Gesellschaftsinteresse und die Grundsätze der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit zu berücksichtigen sind<sup>303</sup>. Bei einem Bezugsrechtsausschluss ist das objektiv zu ermittelnde Gesellschaftsinteresse gewahrt, wenn zumindest die wirtschaftliche Stellung der Gesellschaft am Markt verbessert wird<sup>304</sup>. Kommt kein anderes zur Zielerreichung geeignetes Mittel in Betracht, so muss das Gesellschaftsinteresse die Benachteiligung der Aktionäre überwiegen<sup>305</sup>.

---

<sup>298</sup> hM Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 203 Rz 27; Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 93 (164).

<sup>299</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 203 Rz 35.

<sup>300</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 182.

<sup>301</sup> Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 157; Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 153 Rz 132.

<sup>302</sup> Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 31; Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 153 Rz 114; Kastner/Doralt/Nowotny, Gesellschaftsrecht<sup>5</sup> 307; Ofner, Der Bezugsrechtsausschluss bei der ordentlichen Kapitalerhöhung im Aktienrecht, GesRZ 1987, 24.

<sup>303</sup> OGH 15.10.1985 5 Ob 526/84 GesRZ 1986, 36; Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 33.

<sup>304</sup> OGH 16.12.1980 5 Ob 649/80 GesRZ 1981, 44.

<sup>305</sup> Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 35; Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 153 Rz 121.

In Deutschland war die Frage, unter welchen materiellen Voraussetzungen das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen werden kann, Gegenstand intensiver höchstrichterlicher Befassung. Das Reichsgericht sah im Ausschluss des Bezugsrechts eine Ermessensentscheidung der Hauptversammlung, die im Wesentlichen durch das Verbot sittenwidriger Rechtsgeschäfte<sup>306</sup>, aber auch durch die Interessen der Minderheitsaktionäre<sup>307</sup> begrenzt wird. Der BGH<sup>308</sup> knüpfte unter Betonung des Gleichbehandlungsgrundsatzes zunächst an diese Rechtsprechung an, führte aber in der grundlegenden „Kali+Salz“-Entscheidung<sup>309</sup> aus, dass für den Bezugsrechtsausschluss eine sachliche Rechtfertigung aus dem Gesellschaftsinteresse gegeben sein müsse, wobei die Grundsätze der Erforderlichkeit - mildere Mittel dürfen nicht in Betracht kommen - und der Verhältnismäßigkeit - der Nachteil für die Minderheit muss in einem angemessenen Verhältnis zu dem Interesse der Aktiengesellschaft an der Durchführung der bezugsrechtsfreien Kapitalerhöhung stehen - zu beachten seien<sup>310</sup>. Mit der „Holzmann“-Entscheidung hat der BGH<sup>311</sup> diese Grundsätze auf das genehmigte Kapital nach §§ 202, 203 Abs 2 dAktG übertragen: der Vorstand darf von der Ermächtigung nur Gebrauch machen, „wenn er nach pflichtgemäßer kaufmännischer Prüfung der Überzeugung sein darf, der Ausschluss sei das angemessene und am besten geeignete Mittel zur Verfolgung überwiegender Gesellschaftsinteressen“.

Im Schrifttum wurde die „Kali+Salz“-Entscheidung begrüßt<sup>312</sup>, teilweise auch heftig kritisiert<sup>313</sup>. Kernpunkt der Kritik war, dass durch das Erfordernis der sachlichen Rechtfertigung die Kapitalbeschaffung auf dem internationalen Kapitalmarkt unnötig erschwert werde<sup>314</sup>. Mit der „Siemens/Nold“-Entscheidung<sup>315</sup> hat der BGH die Kritik aufgenommen und unter Abkehr von seiner langjährigen Rechtsprechung als materielle Voraussetzung nur noch das wohlverstandene Gesellschaftsinteresse herangezogen. Der BGH

---

<sup>306</sup> RGZ 68, 235 (243); 118, 67 (71).

<sup>307</sup> RGZ 132, 149 (163).

<sup>308</sup> BGHZ 21, 354 (357); 33, 175 (186) („Minimax I + II“).

<sup>309</sup> BGHZ 71, 40 = AG 1978, 196 („Kali + Salz“).

<sup>310</sup> BGHZ 71, 40 (49).

<sup>311</sup> BGHZ 83, 319 (325).

<sup>312</sup> *Lutter*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 59; *Wiedemann*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 186 Rz 137; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 25.

<sup>313</sup> *Kübler*, Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung, AG 1994, 141; *Martens*, Der Ausschluss des Bezugsrechts, ZIP 1992, 1677; *ders*, Richterliche und gesetzliche Konkretisierungen des Bezugsrechtsausschlusses, ZIP 1994, 669; *Kindler*, Die sachliche Rechtfertigung des aktienrechtlichen Bezugsrechtsausschlusses im Lichte der Zweiten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft, ZHR 158 (1994), 339; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt<sup>2</sup> (1996) 303.

<sup>314</sup> *Kübler/Mendelson/Mundheim*, Die Kosten des Bezugsrechts, AG 1990, 461 (474).

<sup>315</sup> BGHZ 136, 133 = ZIP 1997, 1499 = BGH NJW 1997, 2815 („Siemens/Nold“).

reagierte damit auf die im Zeitpunkt der Beschlussfassung bestehenden Unsicherheiten über die sachliche Rechtfertigung, die flexible Entscheidungen der Unternehmen behindere und so zu wirtschaftlichen Nachteilen führen könne<sup>316</sup>. Der Vorstand habe bei der Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts „in eigener Verantwortung zu prüfen, ob aus unternehmerischer Sicht der Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre im Interesse der Gesellschaft liegt“<sup>317</sup>. Von einem Teil der Literatur wurde diese Entscheidung positiv aufgenommen, weil die Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung, insbesondere zur Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit, praxisnah herabgesetzt wurden<sup>318</sup>. Als wesentlicher Vorteil wurde angesehen, dass beim genehmigten Kapital der Handlungsspielraum für den Vorstand vergrößert wurde, was insbesondere im internationalen Wettbewerb nützlich sei<sup>319</sup>. Wegen gleichartiger Interessenlagen ist das Gesellschaftsinteresse als materielle Voraussetzung auch für andere Fälle des Bezugsrechtsausschlusses maßgeblich<sup>320</sup>.

Beachtliche Stimmen in der Kommentarliteratur wollen jedoch für den Ausschluss des Bezugsrechts weiterhin an der sachlichen Rechtfertigung festhalten<sup>321</sup> und sehen die BGH-Rechtsprechung als verfehlt an<sup>322</sup>. Über die Einzelheiten der „Siemens/Nold“-Entscheidung bestünden „gewisse Unsicherheiten“ und es sei keineswegs eindeutig, dass die Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung tatsächlich gelockert wurden<sup>323</sup>. Bei der bestehenden Möglichkeit, das Bezugsrecht für bis zu 50% des Grundkapitals auszuschließen, seien die Interessen der Aktionäre elementar betroffen. Dies gelte vor allem im Zusammenhang mit der Schaffung eines genehmigten Kapitals: hinzunehmen sei, dass die Hauptversammlung den

---

<sup>316</sup> BGHZ 136, 133 (137).

<sup>317</sup> BGHZ 136, 133 (139).

<sup>318</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 42; *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 109; *Bungert*, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht – zum Siemens/Nold-Urteil des BGH, NJW 1998, 488 (492): „ein deutliches Ja zum Wirtschaftsstandort Deutschland“; *Ihrig*, Genehmigtes Kapital und Bezugsrechtsausschluss, WiB 1997, 1181; *Volhard*, „Siemens/Nold“: Die Quittung, AG 1998, 397 (403); *Kindler*, Bezugsrechtsausschluss und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischem Recht, ZGR 1998, 35 (39).

<sup>319</sup> *Ihrig*, WiB 1997, 1181 (1182); *Kerber*, Anmerkung zu BGHZ 136, 133, DZWIR 1998, 326 (332); *Kindler*, ZGR 1998, 35 (59); *Cahn*, Pflichten des Vorstandes beim genehmigten Kapital mit Bezugsrechtsausschluss, ZHR 163 (1999) 554 (574); *Hofmeister*, Der Ausschluss des aktiengesetzlichen Bezugsrechts bei börsennotierten AG, NZG 2000, 713 (718).

<sup>320</sup> Wandelschuldverschreibungen: *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 185; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 42; Genussrechte: *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 187; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 43.

<sup>321</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 94 und 110; *Rebmann* in *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2007) § 186 Rz 40; nach *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 92, ist dies hM.

<sup>322</sup> *Lutter*, Anmerkung zu BGHZ 136, 133, JZ 1998, 50: Entscheidung ist ein „Unglück“.

<sup>323</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 112; *Lutter*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 18; *ders*, Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses, ZGR 1979,401 (411); *Hirte*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 203 Rz 63; *Müllbert*, Aktiengesellschaft<sup>2</sup> 343; *Busch* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte Aktiengesellschaft<sup>2</sup> (2009) § 43 Rz 18.

Ermächtigungsbeschluss auf die Prognose des Unternehmensinteresses beschränke, der Vorstand hingegen sei bei Ausübung der Ermächtigung jedoch mit einer konkreten Maßnahme konfrontiert, für die durchaus ein strengerer Maßstab anzulegen sei<sup>324</sup>. Für diese Auffassung spricht, dass in der Zeitspanne zwischen dem Beschluss der Hauptversammlung und der Entscheidung des Vorstands (bis zu fünf Jahren) sich die allgemeine wirtschaftliche Lage, die Situation des Unternehmens im Wettbewerb und die Erwartungen an die künftige Entwicklung ändern können. Zum Schutz der Aktionäre muss der Vorstand bei Ausnutzung der Ausschlussermächtigung deren Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit zur sachlichen Rechtfertigung prüfen<sup>325</sup>. Für die Entscheidung der Hauptversammlung erscheint es sachgerecht, im Sinne der BGH-Rechtsprechung auf das Gesellschaftsinteresse abzustellen<sup>326</sup>.

Ein verantwortungsbewusster Vorstand wird daher nach deutschem wie nach österreichischem Recht von der Ausnutzung der Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss nur bei sachlicher Rechtfertigung Gebrauch machen. An den Beschluss der Hauptversammlung können nach deutschem Recht mit der Bezugnahme auf das Gesellschaftsinteresse geringere materielle Anforderungen gestellt werden. Unstreitig zulässig ist der Bezugsrechtsausschluss bei einer Kapitalerhöhung zur Vermeidung freier Spitzen<sup>327</sup>, aber auch wenn die Gesellschaft durch Aktientausch andere Unternehmen erwerben will. Eine sachliche Rechtfertigung wäre auch gegeben, wenn die Beteiligung eines Dritten zur Unterlegung einer Unternehmenskooperation (strategische Allianz) oder zur Erleichterung der Unternehmensfinanzierung erforderlich ist<sup>328</sup> oder wenn ein Dritter finanzielle Leistungen anbietet, die von den vorhandenen Aktionären nicht erwartet werden können<sup>329</sup>, was insbesondere bei der Sanierung einer Gesellschaft vorkommen kann<sup>330</sup>; Interessen Dritter vermögen den Bezugsrechtsausschluss nicht zu rechtfertigen, wenn nicht zumindest mittelbar das Unternehmenswohl damit im Einklang steht<sup>331</sup>.

---

<sup>324</sup> Hofmeister, NZG 2000, 713 (718).

<sup>325</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 203 Rz 35; Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 94; Lutter, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 18; Hirte, Bezugsrechtsausschluss 120; Groß/Fischer in Heidel, Aktienrecht<sup>2</sup> § 203 Rz 89.

<sup>326</sup> Hirte, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung (1986) 112 ff.

<sup>327</sup> BGHZ 83, 319 (323) = NJW 1982, 2444; Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 36; Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 153 Rz 146.

<sup>328</sup> Lutter, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 69 (81); Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 31; Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 36.

<sup>329</sup> Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 36.

<sup>330</sup> Ofner, GesRZ 1987, 24 (26).

<sup>331</sup> Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 153 Rz 119.

Bei der Ausgabe von Belegschaftsaktien (§ 202 Abs 4 dAktG/§ 153 Abs 5 öAktG) ergibt sich die sachliche Rechtfertigung aus dem Gesetz. Genussrechte können an Dritte abgegeben werden, wenn die Aktionäre einen bestehenden Kapitalbedarf nicht decken können; soweit die Genussrechte als reines Finanzierungsinstrument ausgestattet sind, ist eine sachliche Rechtfertigung für den Bezugsrechtsausschluss nicht erforderlich<sup>332</sup>, wohl aber, wenn durch die Ausgestaltung des Genussrechts in Aktionärsrechte eingegriffen wird (etwa durch gewinnorientierte Verzinsung oder Beteiligung am Liquidationserlös)<sup>333</sup>. Insbesondere den Aktionären vorgehende oder gleichrangige gewinnorientierte Ansprüche der Genussrechtsinhaber erfordern eine sachliche Rechtfertigung für den Ausschluss<sup>334</sup>. Sachlich gerechtfertigt ist die dem Bezugsrechtsausschluss vergleichbare Veräußerung eigener Aktien an institutionelle Anleger oder wenn diese als Gegenleistung für eine Sacheinlage oder die Einführung der Aktie an Auslandsbörsen dienen<sup>335</sup>.

### 2.3.3.2 Bericht des Vorstands

Bei dem Ausschluss des Bezugsrechts ist der Vorstand gegenüber der Hauptversammlung berichtspflichtig, damit sich die Aktionäre ein zutreffendes Bild von der geplanten Maßnahme verschaffen können (§ 186 Abs 4 S 2 dAktG/§ 153 Abs 4 S 2 öAktG)<sup>336</sup>. Diese Berichtspflicht gilt auch für das genehmigte Kapital nach § 203 Abs 2 S 2 iVm § 186 Abs 4 S 2 dAktG und nach § 170 Abs 2 iVm § 153 Abs 4 S 2 öAktG und für den vereinfachten Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs 3 S 4 dAktG<sup>337</sup>, sowie für den Bezugsrechtsausschluss bei der Ausgabe von Genussrechten<sup>338</sup>. Der Vorstand muss ebenso einen schriftlichen Bericht über die Gründe für eine andere Art der Veräußerung eigener Aktien erstatten<sup>339</sup>. Die beabsichtigte Maßnahme muss allgemein und abstrakt umschrieben<sup>340</sup> und das Gesellschaftsinteresse dargetan werden<sup>341</sup>; aus dem Bericht muss sich ergeben, welches Gewicht das Finanzierungsinteresse der Gesellschaft an einer Kapitalmaßnahme mit Bezugsrechtsausschluss hat, welche Alternativen zur Verfügung stehen und welche Nachteile

---

<sup>332</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 43.

<sup>333</sup> Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 174 Rz 43; Habersack, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 187.

<sup>334</sup> Habersack, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 416.

<sup>335</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 257.

<sup>336</sup> Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 26; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 23; Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 65.

<sup>337</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 39f.

<sup>338</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 41.

<sup>339</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 69.

<sup>340</sup> BGHZ 136, 133 (139).

<sup>341</sup> BGHZ 144, 290 (295) = NJW 2000, 2356.

für die Aktionäre aus der Maßnahme entstehen können<sup>342</sup>. Nicht ausreichen dürfte es, wenn lediglich das Gesellschaftsinteresse an der Maßnahme begründet wird, was allerdings die Rechtsprechung des BGH<sup>343</sup> nahe legt. Nach hM in Österreich<sup>344</sup> und nach verbreiteter Literaturmeinung in Deutschland sollte der Vorstand in seinem Bericht zum Ausschluss des Bezugsrechts auch darlegen, dass dieser sachlich gerechtfertigt, erforderlich und verhältnismäßig ist; der Bericht kann sich auf „Eckpunkte“ beschränken<sup>345</sup>. Der schriftliche Bericht ist den Aktionären zur Einsicht in den Geschäftsräumen der Gesellschaft auszulegen (§ 175 Abs 2 dAktG analog<sup>346</sup>/§ 153 Abs 4 öAktG).

Offen ist, ob bei einem genehmigten Kapital mit der Ermächtigung des Vorstandes zum Bezugsrechtsausschluss ein Bericht des Vorstands nach § 186 Abs 4 S 2 dAktG auch vor Ausübung der Ermächtigung durch den Vorstand erforderlich ist. Diese Auffassung wird teilweise in der Literatur vertreten; selbst dann, wenn die Hauptversammlung direkt den Bezugsrechtsausschluss beschlossen hat, soll ein Vorabbericht erforderlich sein, der 14 Tage vor Durchführung der Maßnahme auszulegen ist<sup>347</sup>. Nach der Rechtsprechung des BGH und der hM in der Literatur<sup>348</sup> bedarf es jedoch eines solchen Berichtes nicht, der Vorstand sei „lediglich gehalten, nach Inanspruchnahme der Ermächtigung über die Einzelheiten seines Vorgehens auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu berichten und Rede und Antwort zu stehen“<sup>349</sup>. Da für eine Vorabberichterstattung keine gesetzliche Grundlage vorliege, dürfe die Flexibilität dieses Finanzierungsinstruments nicht in Frage gestellt werden; die nachträgliche Kontrolle durch die Hauptversammlung, auf der der Vorstand zu berichten hat, sei ausreichend<sup>350</sup>. Selbstverständlich steht dem Vorstand aber eine Vorabberichterstattung frei, wenn diese zweckmäßig erscheint<sup>351</sup>. So ist durchaus vorstellbar, dass mit einem erneuten Bericht „kompensatorisch“ die notwendigerweise rudimentären Informationen der Aktionäre anlässlich des Hauptversammlungsbeschlusses ergänzt werden<sup>352</sup>. Nach österreichischem Recht ist der Vorstand zur Vorabberichterstattung

---

<sup>342</sup> Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 66.

<sup>343</sup> BGHZ 144, 290; BGHZ 136, 133.

<sup>344</sup> Nagele/Lux in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 170 Rz 15.

<sup>345</sup> zB bei Aktienoptionsprogrammen: Nagele/Lux in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 170 Rz 16.

<sup>346</sup> Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 69.

<sup>347</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 161: in „entsprechender“ Anwendung des § 186 Abs 4 S 2 dAktG und in analoger Anwendung von § 203 Abs 1 S 1 und Abs 2 S 2 dAktG; Hirte, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 203 Rz 86.

<sup>348</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 203 Rz 36.

<sup>349</sup> BGHZ 164, 241 (244) = NJW 2006, 371 („Mangusta/Commerzbank I“).

<sup>350</sup> BGHZ 136, 133 (140) – „Siemens/Nold“.

<sup>351</sup> Lutter, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 30.

<sup>352</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 2.03 Rz 96.

verpflichtet, was sich zweifelsfrei aus § 171 Abs 1 öAktG ergibt<sup>353</sup>. Eine Mindermeinung macht sich die Begründung des BGH zu Eigen, die auch aus österreichischer Sicht als überzeugend angesehen werden könne<sup>354</sup>, und hält daher den zusätzlichen Bericht nicht für erforderlich.

## **2.4 Verteidigungsbereitschaft**

Der Vorstand einer potenziellen Zielgesellschaft kann auch dem Markt signalisieren, dass gegen eine unerwünschte Übernahme konsequent vorgegangen wird. Solche Ankündigungen sind glaubhaft, wenn das Unternehmen organisatorisch auf die Abwehr einer unerwünschten Übernahme vorbereitet ist. Verteidigungsbereitschaft kann für einen Bieter durchaus eine Übernahmehürde darstellen, da sich dadurch die gesamte Transaktion verzögern kann.

Da ein Unternehmen von einer Übernahme nicht „überrascht“ werden sollte, empfiehlt sich die Beobachtung des wirtschaftlichen Umfeldes; so muss geprüft werden, ob Investoren mit Übernahmeabsichten im Markt sind und ob Schwankungen im Handel mit Unternehmensaktien auftreten, die systematische Aufkäufe eines möglichen Bieters vermuten lassen. Die potenziellen Bieter sind laufend zu analysieren. Um auf ein Übernahmeangebot schnell reagieren zu können, ist auch die Einrichtung eines „Defense Room“ anzuraten<sup>355</sup>, in dem alle für die Übernahmeabwehr erforderlichen Unterlagen bereit liegen. Die für die Abwehr eines Übernahmeangebots verantwortlichen Mitarbeiter sind frühzeitig zu benennen, der organisatorische und rechtliche Rahmen für ein Eingreifen sollte in einem „Defense Manual“ beschrieben sein<sup>356</sup>.

Die laufende Kommunikation mit den Aktionären und den übrigen Anspruchsgruppen sollte gepflegt werden. Zu den Investor Relations-Aktivitäten gehört auch das regelmäßige Gespräch mit institutionellen Investoren über die Unternehmensstrategie und ihre konkrete Umsetzung. Dies sind vertrauensbildende Maßnahmen, die im Falle eines nicht erwünschten Übernahmeangebots von wesentlicher Bedeutung sein können. Hierdurch werden die Chancen des Unternehmens erhöht, mit sachlichen Argumenten gegen eine Übernahme

---

<sup>353</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 217; Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 171 Rz 43.

<sup>354</sup> Spatz, Spezialfragen des Anleihemarktes – Wandel- und Optionsanleihen, in Brandl/Kalss/Lucius/Saria, Handbuch Kapitalmarktrecht II (2006) 318.

<sup>355</sup> Schanz, Börseneinführung<sup>3</sup> § 20 Rz 89: ein solcher Raum wurde bereits bei vielen DAX-Gesellschaften eingerichtet.

<sup>356</sup> Schanz, Börseneinführung<sup>3</sup> § 20 Rz 90.

überhaupt wahrgenommen zu werden, und nicht von vornherein mit der Unterstellung belastet zu werden, die Abwehr erfolge nur aus persönlichen Gründen des Vorstands.

## 2.5 *Ergebnis*

Übernahmen sind für einen Bieter in Deutschland wie in Österreich nicht „barrierefrei“. Dies gilt insbesondere für kartellrechtliche sowie einzelne aktienrechtliche Regelungen (zB Abberufung des Vorstands) sowie die Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmer. Folgt der Vorstand bei seiner Unternehmenspolitik einem moderaten Shareholder Value-Konzept, so können die Aktionäre - auch bei einer attraktiven Übernahmeprämie - gegen ein Übernahmeangebot immunisiert werden; zumindest kann dadurch eine Unterbewertung der Gesellschaft vermieden werden. Eine weitere „faktische“ Übernahmehürde kann sich aus der Zusammensetzung des Aktionärskreises ergeben. Dieser kann auch bei einem bestehenden Kapitalbedarf durch die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder Genussrechten erhalten werden. Diese Einwirkung auf die Struktur des Aktionärskreises - weit außerhalb einer Übernahmesituation - begegnet keinen rechtlichen Bedenken, da alle hierfür erforderlichen Kapitalmaßnahmen durch die Hauptversammlung zu beschließen sind<sup>357</sup>. Der Vorstand darf auch Aktionären empfehlen, Stimmbindungs- oder Syndikatsverträge abzuschließen<sup>358</sup>; soweit der Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre befolgt ist, das Unternehmensinteresse gewahrt und die Gesellschaft nicht geschädigt wird, „dürfte entsprechende Überzeugungsarbeit des Vorstands schwer zu beanstanden sein“<sup>359</sup>.

Sollen befreundete Investoren als (Kern-)Aktionäre gewonnen werden, so kann der Vorstand bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung oder bei der Einberufung des genehmigten Kapitals mit Bezugsrechtsausschluss diesen die jungen Aktien oder auch eigene Aktien andienen<sup>360</sup>, muss dabei aber die sachliche Rechtfertigung - nach der BGH-Rechtsprechung zumindest das Vorliegen eines Gesellschaftsinteresses - begründen können. Dies ist nicht erforderlich, wenn die Voraussetzungen für den erleichterten Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs 3 S 4 dAktG vorliegen; in diesem Fall können auch nach österreichischem Recht die Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung milder beurteilt werden.

---

<sup>357</sup> Hopt, Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534 (558).

<sup>358</sup> Hirte, ZGR 2002, 623 (633); Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (263).

<sup>359</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 253.

<sup>360</sup> Hopt, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala, Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag (2000) 1361 (1399); ders, ZGR 1993, 534 (559).

Durch organisatorische Maßnahmen kann sich ein Unternehmen frühzeitig auf ein Übernahmeangebot vorbereiten und Zeit für eine etwaige Abwehr gewinnen. Wird die „Verteidigungsbereitschaft“ im Rahmen der ohnehin erforderlichen Informationen nach außen kommuniziert, so kann auch dies für einen Bieter eine Übernahmebarriere sein.

### 3 Statuarische Übernahmehindernisse

Die Satzung der Zielgesellschaft kann Regelungen enthalten, die für einen potenziellen Bieter Übernahmehindernisse bedeuten. So wird bei vinkulierten Namensaktien der Aktienwerb von der Zustimmung der Gesellschaft abhängig gemacht; die Kontrollerlangung kann für einen Bieter erschwert werden, wenn die Satzung Entsendungsrechte, besondere Regelungen zur Wählbarkeit von Organmitgliedern, die Staffelung der Amtszeiten, höhere Zustimmungsquoten oder auch Beschränkungen der Stimmrechte vorsieht.

Soweit derartige Satzungsregeln nicht bestehen, kann der Vorstand initiativ werden und der Hauptversammlung, die hinsichtlich der fakultativen Satzungsinhalte autonom entscheidet, entsprechende Beschlussfassungen vorschlagen. Dies muss frühzeitig geschehen; aus Verfahrensgründen erscheint eine Satzungsänderung als Reaktion auf ein Übernahmeangebot nahezu ausgeschlossen<sup>361</sup>. Der Vorstand muss die Vorschläge zur Satzungsänderung sachlich begründen können und insbesondere auf die Interessen der Aktionäre Rücksicht nehmen; in den seltensten Fällen dürfte eine hypothetische künftige Übernahme der Gesellschaft als Begründung herangezogen werden. Fasst die Hauptversammlung ordnungsgemäße Beschlüsse, so steht deren rechtliche Zulässigkeit außer Frage, solange die Treuepflicht der Aktionäre untereinander gewahrt ist, Minderheitenrechte nicht verletzt werden und die materielle Beschlusskontrolle beachtet wird.

Für entsprechende Initiativen des Vorstands zur Änderung der Satzung ist der Grundsatz der Satzungsstrenge zu beachten: Abweichungen vom Aktiengesetz sind nach § 23 Abs 5 dAktG nur in den gesetzlich vorgesehenen Fällen zulässig. Wenn auch eine entsprechende Regelung im österreichischen Aktiengesetz fehlt, ist auch hier vom Prinzip der Satzungsstrenge auszugehen<sup>362</sup>.

#### 3.1 *Namensaktien*

Für den Vorstand einer potenziellen Zielgesellschaft ist es von Vorteil, wenn das Kapital in Namensaktien verbrieft ist. Im Unterschied zu Inhaberaktien ermöglichen Namensaktien eine gewisse Kontrolle über Veränderungen im Aktionärskreis, denn im Verhältnis zur Gesellschaft gilt nur der als Aktionär, der im Aktienbuch eingetragen ist (§ 67 dAktG/§ 61

---

<sup>361</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 67.

<sup>362</sup> Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht 3/31 (3/48).

öAktG)<sup>363</sup>. Der Vorstand kann frühzeitig eine sich anbahnende Übernahme („Anschleichen“) erkennen, insbesondere weil nach § 67 Abs 1 dAktG<sup>364</sup>/§ 61 Abs 1 Z 1 öAktG<sup>365</sup> der Inhaber einer Namensaktie gehalten ist, der Gesellschaft seinen Namen, sein Geburtsdatum und seine Adresse mitzuteilen; nach deutschem Recht ist darüber hinaus auch Auskunft zu geben, ob ihm die Aktien gehören oder ein Dritter daraus berechtigt ist<sup>366</sup>.

### 3.1.1 Verbreitung von Namensaktien

Namensaktien sind in Deutschland weit verbreitet, von den 30 DAX-Werten haben insgesamt neun Unternehmen Namensaktien ausgegeben, drei davon mit Vinkulierung<sup>367</sup>. In Österreich werden im Regelfall Inhaberaktien wegen der höheren Fungibilität begeben; von den im ATX gelisteten Gesellschaften hat nur eine in der Satzung Namensaktien vorgesehen<sup>368</sup>. Der hierfür maßgebliche Grund ist die wenig praktikable Übertragung durch Indossament und Übergabe der Urkunde (§ 61 Abs 1 öAktG)<sup>369</sup>; Namensaktien können aber auch nach österreichischem Recht durch schlichte Abtretung übertragen werden<sup>370</sup>. Abweichend vom deutschen Meinungsstand ist jedoch zur Wirksamkeit der Übertragung die Übergabe der Aktienurkunde notwendig<sup>371</sup>. Die Übertragung von Namensaktien ist bei der Girosammelverwahrung, die ein Blankoindossament voraussetzt, wesentlich erleichtert<sup>372</sup>; mit der Eintragung des Sammelbestandanteiles im Verwahrungsbuch geht das Miteigentum am Sammelbestand über<sup>373</sup>.

### 3.1.2 Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien

Sieht die Satzung keine Namensaktien vor, so kann der Vorstand initiativ werden und der Hauptversammlung vorschlagen, bestehende Inhaberaktien in Namensaktien umzuwandeln. Dies wurde in jüngerer Zeit von einzelnen DAX-Unternehmen praktiziert, so dass schon von

---

<sup>363</sup> *Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 61 Rz 25: „Die Bedeutung dieser Regelung ist in hohem Maße unklar“.

<sup>364</sup> Art 3 des Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken v. 12. 8. 2008, BGBl I 1666.

<sup>365</sup> Art 1 AktRÄG 2009 – 208 der Beilagen XXIV.GP; § 61 öAktG wurde auch schon zuvor im Sinne der deutschen Regelung ausgelegt: *Fragner/Tichy*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 136.

<sup>366</sup> *Noack*, Neues Recht für Namensaktionäre - Zur Änderung des § 67 AktG durch das Risikobegrenzungsgesetz -, NZG 2008, 721.

<sup>367</sup> Stand: 30.9.2010: Allianz SE (vink), Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Lufthansa AG (vink), Deutsche Post AG, Deutsche Telekom AG, E.ON AG, Münchener Rückversicherung AG (vink) und Siemens AG.

<sup>368</sup> Verbundgesellschaft AG.

<sup>369</sup> *Fragner/Tichy*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 130.

<sup>370</sup> *Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 61 Rz 16; *Micheler in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 61 Rz 24; *Fragner/Tichy*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 130.

<sup>371</sup> *Fragner/Tichy*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 130 („Prinzip kausaler Tradition“).

<sup>372</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 5; *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 33.

<sup>373</sup> *Fragner/Tichy*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 132.

einem Trend zurück zur Namensaktie gesprochen wird<sup>374</sup>. Die Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien, die im Zusammenhang mit der Internationalisierung und Globalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte zu sehen ist, wurde durch das „Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung“ vom 18.1.2001<sup>375</sup> erleichtert; zudem wurde klargestellt, dass Namensaktien auch durch Abtretung nach §§ 398, 413 BGB übertragen werden können<sup>376</sup>. Zur Umstellung ist ein satzungsändernden Beschluss der Aktionäre erforderlich, der neben der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen grundsätzlich einer 3/4-Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bedarf (§ 179 dAktG/ § 146 öAktG)<sup>377</sup>. Im Rahmen einer Kapitalerhöhung können auch junge Aktien als Namensaktien ausgegeben werden<sup>378</sup> (§ 182 dAktG/§ 149 Abs 1 S 1 öAktG). Für Familiengesellschaften und Aktiengesellschaften mit internationalem Anlegerkreis bietet sich die Umwandlung der Inhaberaktien in Namensaktien an; der Vorstand dürfte über ausreichende Argumente für die Fassung eines qualifizierten Mehrheitsbeschlusses der Hauptversammlung verfügen.

### 3.1.3 Vinkulierte Namensaktien

Die freie Übertragbarkeit kann für Namensaktien durch die Satzung eingeschränkt und von der Zustimmung der Gesellschaft abhängig gemacht werden. In der Praxis sind vinkulierte Namensaktien bei Familiengesellschaften durchaus üblich zum Schutz vor Überfremdung oder zur Aufrechterhaltung der bestehenden Beteiligungsquoten<sup>379</sup>. Als Motiv bei börsennotierten Gesellschaften kommt auch der Schutz vor feindlichen Übernahmen, insbesondere durch einen Wettbewerber, in Betracht<sup>380</sup>. Für Publikumsaktiengesellschaften dürfte es jedoch kaum möglich sein, vinkulierte Namensaktien nachträglich einzuführen, da dies nach § 180 dAktG/§ 147 öAktG der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre bedarf<sup>381</sup>. Obgleich im österreichischen Recht eine Bezugnahme auf die Vinkulierung wie nach § 180 Abs 2 dAktG fehlt, ergibt sich dieses Zustimmungserfordernis nach hM aus der „völlig

---

<sup>374</sup> Heider, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 10 Rz 16 (FN 6).

<sup>375</sup> BGBl I, 2001 123.

<sup>376</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 68 Rz 3.

<sup>377</sup> Stein, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 179 Rz 25; Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 146 Rz 2; Maul, Zur Ausgabe von Namensaktien, NZG 2002, 585 (588).

<sup>378</sup> Namens- und Inhaberaktien können nebeneinander ausgegeben werden: Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht 3/40.

<sup>379</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 68 Rz 10; BGH NJW 1987, 1019.

<sup>380</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 37.

<sup>381</sup> Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 3; OGH JBI 1968, 318; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 180 Rz 6; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 61; Bayer, ZGR 2002, 588 (591); BGH ZIP 2004, 2093 (2094).

entsprechenden Wertung des Gesetzgebers aus einzelnen Bestimmungen des Umgründungsrechtes (§ 99 Abs 4 öGmbHG, § 10 Abs 3 SpaltG)<sup>382</sup>.

Sollen nur die anlässlich einer Kapitalerhöhung ausgegebenen Namensaktien vinkuliert sein, so ist auch hierfür die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre erforderlich, es sei denn, dass das Bezugsrecht wirksam ausgeschlossen wurde<sup>383</sup>. Nach einer Mindermeinung kann bei Kapitalerhöhungen in Form von Namensaktien, die erstmals eine Vinkulierung vorsehen, auf die Anwendung der strengen Regel des § 180 Abs 2 dAktG verzichtet werden, da mit Zustimmung aller betroffenen Aktionäre zunächst der Vinkulierungsbeschluss zu fassen war<sup>384</sup>. Da aber zweckmäßigerweise die satzungsgemäße Einführung der Vinkulierungsklausel zeitgleich mit dem Kapitalerhöhungsbeschluss getroffen wird, muss der Vorstand die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre gewinnen. An dieser Hürde könnte ein entsprechender Vorschlag des Vorstands scheitern. Im Übrigen ist zu bedenken, dass sich durch unterschiedliche Aktiengattungen die Liquidität der Aktien verringern kann<sup>385</sup>.

### 3.1.4 Verweigerung der Zustimmung zur Aktienübertragung

Soweit die Satzung nicht anders lautet, ist der Vorstand der Gesellschaft nach § 68 Abs 2 dAktG/§ 62 Abs 2 öAktG für die Erteilung der Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien zuständig. Der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft entscheidet nach pflichtgemäßem Ermessen<sup>386</sup> und hat dabei vor allem das Wohl der Gesellschaft und die Interessen des Veräußerers - nicht des Erwerbers - abzuwägen<sup>387</sup>. Das Entscheidungsermessen kann sich aber weitgehend reduzieren, wenn etwa durch mehrfache Verweigerung der Zustimmung die Veräußerung der Aktien faktisch unmöglich gemacht wird<sup>388</sup>. Unter Berücksichtigung widerstreitender Interessen muss die Entscheidung erforderlich und verhältnismäßig sein<sup>389</sup>. Insbesondere bei börsennotierten Gesellschaften ist zudem das

---

<sup>382</sup> *Fragner/Tichy*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 154; so auch *Micheler* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 61 Rz 10; *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 8; aA *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84 (89).

<sup>383</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 48.

<sup>384</sup> *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 62.

<sup>385</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 63.

<sup>386</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 68 Rz 15.

<sup>387</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG, § 68 Rz 72; *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 252; zweifelnd: *Westermann*, Vinkulierung von GmbH-Geschäftsanteilen und Aktien - Ermessensfreiheit der Zustimmungsentscheidung, in *Baums/Huber/Wertenbruch/Lutter*, Festschrift für Ulrich Huber zum 70. Geburtstag (2006) 997 (1010).

<sup>388</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 81.

<sup>389</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 72; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 68 Rz 15; aA *Immenga*, Vertragliche Vinkulierung von Aktien?, AG 1992, 79 (82).

Gleichbehandlungsgebot zu beachten. Darüber hinaus bedarf die Verweigerung der Zustimmung keiner sachlichen Rechtfertigung<sup>390</sup>.

Nach österreichischem Recht darf die Zustimmung zur Aktienübertragung nur aus wichtigem Grund (zB Erwerber beabsichtigt Schädigung der Gesellschaft) unter Abwägung der Interessen der Gesellschaft, der Mitgesellschafter und der Gesellschaftsgläubiger und denen des veräußernden Aktionärs verweigert werden<sup>391</sup>. Bei unberechtigter Weigerung des Vorstands, der Übertragung von vinkulierten Namensaktien zuzustimmen - etwa weil kein wichtiger Grund oder Ermessensfehlgebrauch vorliegt<sup>392</sup> -, kann nach österreichischem Recht das Firmenbuchgericht die Zustimmung im Außerstreitverfahren ersetzen (§ 62 Abs 2 öAktG)<sup>393</sup>. Die Gesellschaft ist aber auch berechtigt, einen (genehmen) Erwerber zu benennen, der die Anteile zu gleichen Bedingungen erwirbt<sup>394</sup>. Daher kann eine Aktienübertragung vorerst blockiert werden, selbst wenn für die Verweigerung der Zustimmung kein wichtiger Grund vorliegt<sup>395</sup>.

Die Gründe für die Verweigerung der Zustimmung können durch die Satzung näher konkretisiert und prinzipiell frei definiert werden (§ 68 Abs 4 S 4 dAktG)<sup>396</sup>; nach österreichischem Recht ist eine entsprechende Satzungsregelung auch ohne ausdrückliche gesetzliche Regelung möglich, es muss sich aber um objektiv wichtige Gründe handeln<sup>397</sup>. Als statuarischer Verweigerungsgrund kommt zB die mangelnde Solvenz des Erwerbers in Betracht, nicht aber die Abschottung gegenüber Ausländern, die wegen des Diskriminierungsverbots (Art 12 EGV) gegenüber Erwerbern aus der EU unzulässig ist<sup>398</sup>. Der gänzliche Ausschluss der Übertragbarkeit ist nicht möglich<sup>399</sup>, da aktienrechtlich der Grundsatz der freien Übertragbarkeit von Aktien gilt. Sind die Verweigerungsgründe durch die Satzung abschließend geregelt, so darf die Zustimmung nicht aus anderen Gründen - etwa

---

<sup>390</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 76; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 82.

<sup>391</sup> Micheler in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 62 Rz 17; Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 20: „Die Entscheidung kommt daher ohne die Abwägung der beiderseitigen Interessen nicht aus“.

<sup>392</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 107.

<sup>393</sup> Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 17.

<sup>394</sup> Micheler in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 62 Rz 19; Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 19; Fagner/Tichy, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 159.

<sup>395</sup> Fagner/Tichy, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 158; Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 17.

<sup>396</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 68 Rz 14.

<sup>397</sup> Micheler in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 62 Rz 23; Fagner/Tichy, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 150; abweichend Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84 (89).

<sup>398</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 60.

<sup>399</sup> Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 2; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 68 Rz 14.

wegen einer drohenden unerwünschten Übernahme - verweigert werden<sup>400</sup>. Aus Sicht der Aktionäre ist bei einer entsprechenden Satzungsregelung darauf zu achten, dass der Gesellschaft keine Nachteile durch eigennützige Interessenwahrnehmung des Vorstands entstehen<sup>401</sup>.

In Deutschland erfasst die Vinkulierung nur das Verfügungsgeschäft, nicht schon das Verpflichtungsgeschäft<sup>402</sup>, während nach österreichischem Recht auch das Verpflichtungsgeschäft unwirksam ist<sup>403</sup>. Wird die Zustimmung verweigert, so ist die dennoch vorgenommene Verfügung von Anfang an unwirksam<sup>404</sup>. Der Erwerber wird nicht Aktionär der Gesellschaft<sup>405</sup>.

### 3.1.5 Umgehung der Vinkulierung

Muss ein potenzieller Bieter davon ausgehen, dass der Vorstand der Zielgesellschaft die Zustimmung zu dem von ihm geplanten Aktienerwerb verweigert, so kann er durch schuldrechtliche Vereinbarungen (Treuhandgestaltungen, Stimmrechtsvollmachten und Stimmbindungsverträge) mit veräußerungswilligen Aktionären die Kontrolle über die Gesellschaft erlangen<sup>406</sup>; dazu würde es auch schon ausreichen, dass sich ein entsprechender Prozentsatz der Aktionäre faktisch den Weisungen des Bieters unterwirft<sup>407</sup>. Werden solche Absprachen, die nur schwer zu beweisen sind<sup>408</sup>, bekannt, so kann der Vorstand dagegen vorgehen, wenn der Zweck der Vinkulierung objektiv ausgehebelt wird<sup>409</sup>.

Tatbestand und Rechtsfolgen sind in Deutschland und Österreich bei derartigen Umgehungsgeschäften weitgehend identisch<sup>410</sup>. Auch das Umgehungsgeschäft ist zustimmungsbedürftig<sup>411</sup>. Liegt eine Zustimmung nicht vor, so ist nach deutschem Recht

---

<sup>400</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote, 117; Schanz, Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung, NZG 2000, 337 (341).

<sup>401</sup> Kossmann, Der Anspruch auf Genehmigung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien, BB 1985, 1364 (1365).

<sup>402</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 68 Rz 11; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 96.

<sup>403</sup> Fagner/Tichy, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 149.

<sup>404</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 98; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 93; Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 14.

<sup>405</sup> Micheler in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 62 Rz 16; Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 15.

<sup>406</sup> Lohrer, Unternehmenskontrolle 239.

<sup>407</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 119.

<sup>408</sup> Weisner, Verteidigungsmaßnahmen 184.

<sup>409</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 118.

<sup>410</sup> Fagner/Tichy, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 157.

<sup>411</sup> Jabornegg/Geist in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 5.

strittig, ob dadurch das Rechtsgeschäft nichtig<sup>412</sup> oder schwebend unwirksam ist und in Analogie zu § 68 Abs 2 dAktG genehmigt werden kann<sup>413</sup>. Gegen eine Nichtigkeit spricht, dass der Umgehungsschutz nicht weiter reichen sollte, als der Schutz der betroffenen Bestimmung, so dass die schwebende Unwirksamkeit die logische Folge wäre. Da nach österreichischem Recht auch das Verpflichtungsgeschäft ohne Zustimmung durch den Vorstand unwirksam ist, gilt dies auch für alle schuldrechtlichen Umgehungstatbestände<sup>414</sup>.

Für einen potenziellen Bieter sind Umgehungsgeschäfte mit einem erheblichen Risiko belastet; so ist schon fraglich, ob und unter welchen Umständen der Bieter einen geeigneten Aktionär mit entsprechender Beteiligungsquote findet, der auch dauerhaft verlässlich ist. Deshalb ist eine Satzungsregelung zu vinkulierten Namensaktien für den Vorstand einer Zielgesellschaft von erheblicher Bedeutung, insbesondere wenn satzungsgemäß eine Übernahme als Grund für die Verweigerung der Zustimmung zur Übertragung festgelegt wurde. Zu berücksichtigen ist aber, dass eine Börsenzulassung von Namensaktien nur erfolgt, wenn der Vorstand eine Blankettversicherung zur Sicherstellung der Handelbarkeit abgegeben hat (§ 5 Abs 2 Z 2 BörsZulVO); nach österreichischem Recht muss die Namensaktie frei handelbar sein (§ 66 Abs 3 BörseG), die Vinkulierung darf nicht dazu führen, dass die Funktionsweise des Marktes beeinträchtigt ist (Art 35 Abs 2 EG-Verordnung 1287/2006).

### **3.2            *Entsendungsrechte***

Die Satzung kann Entsendungsrechte für bestimmte Aktionäre (persönliche Entsendungsrechte) oder die Inhaber bestimmter Aktien (inhabergebundene Entsendungsrechte) vorsehen, die bis zu einem Drittel der Aufsichtsratssitze (in mitbestimmten Aufsichtsräten: der Anteilseignerseite) betreffen können (§ 101 Abs 2 S 4 dAktG/§ 88 öAktG). Ein inhabergebundenes Entsendungsrecht kann nur bei vinkulierten Namensaktien eingeräumt werden<sup>415</sup>. Das entsandte Aufsichtsratsmitglied ist den anderen Aufsichtsratsmitgliedern gleichgestellt<sup>416</sup>, unterliegt aber nicht von Gesetzes wegen einer befristeten Bestelldauer<sup>417</sup>. Eine Beendigung der Aufsichtsratsmitgliedschaft ist nur möglich durch Abberufung seitens des Entsendungsberechtigten, durch das Gericht auf Antrag einer

---

<sup>412</sup> RGZ 69, 137; RGZ 132, 149 (159); *Sieveling/Technau*, Das Problem sogenannter „disponibler Stimmrechte“ zur Umgehung der Vinkulierung von Namensaktien, AG 1989, 17 (19).

<sup>413</sup> *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 118.

<sup>414</sup> *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 62 Rz 5.

<sup>415</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 101 Rz 39; *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 101 Rz 124.

<sup>416</sup> *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 87-89 Rz 22; *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 101 Rz 50.

<sup>417</sup> *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 88 Rz 22.

Minderheit oder durch die Hauptversammlung. Während der Entsendungsberechtigte die Abberufung jederzeit ohne Angabe von Gründen aussprechen kann, ist dies auf Antrag einer Minderheit (10% nach § 88 Abs 4 öAktG, nach § 103 Abs 3 S 3 dAktG alternativ bei Anteilswert über eine Million Euro) nur bei Vorliegen eines wichtigen Grundes möglich. Diese Voraussetzung ist gegeben, wenn das weitere Verbleiben im Amt für die Gesellschaft unzumutbar ist<sup>418</sup>, als wichtiger Grund kommen die Kriterien für die vorzeitige Abberufung des Vorstands in Betracht<sup>419</sup>. Sind die Voraussetzungen für die Ausübung des Entsendungsrechts fortgefallen, so kann die Hauptversammlung das entsandte Mitglied abberufen.

Liegen derartige Gründe nicht vor, so ist es einem Bieter auch nach Kontrollerlangung kaum möglich, eine Mehrheit im Aufsichtsrat zu erlangen, insbesondere wenn der Anteil der Entsendungsrechte ausgeschöpft ist. Da ein Bieter nicht davon ausgehen kann, dass entsandte Aufsichtsratsmitglieder in seinem Sinne votieren, können Entsendungsrechte eine Übernahme behindern. Für die satzungsmäßige Verankerung von Entsendungsrechten muss jedoch eine entsprechende Aktionärsstruktur vorliegen; nachträglich lassen sich Entsendungsrechte in der Satzung kaum verankern, da hierzu nach verbreiteter Meinung alle Aktionäre zustimmen müssten<sup>420</sup>.

### **3.3            *Einschränkung der Wählbarkeit von Organmitgliedern***

Ferner kann die Satzung besondere persönliche Voraussetzungen für die Wählbarkeit der Mitglieder des Aufsichtsrates/Anteilseignerseite und des Vorstandes festschreiben (§ 100 Abs 4 dAktG/§ 17 öAktG). Hierzu können Altersgrenzen, Staatsangehörigkeit oder berufliche Qualifikation zählen<sup>421</sup>. Die Qualifikationsmerkmale für den Aufsichtsrat dürfen jedoch nicht so weit gehen, dass die freie Wahl durch die Hauptversammlung unmöglich wird<sup>422</sup>, auch hinsichtlich der Vorstandsmitglieder muss das Auswahlermessen des Aufsichtsrates erhalten bleiben<sup>423</sup>.

---

<sup>418</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 103 Rz 39.

<sup>419</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 101 Rz 140.

<sup>420</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 280.

<sup>421</sup> *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 17 Rz 35; *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 100 Rz 41.

<sup>422</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 100 Rz 41.

<sup>423</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 26; nach Auffassung von *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 116 darf sich der Aufsichtsrat allerdings nach pflichtgemäßem Ermessen sogar über Auswahlrichtlinien hinwegsetzen.

Für die Wahl zum Aufsichtsrat kann durch Satzungsregelung vom Grundsatz der einfachen Stimmenmehrheit abgewichen (§ 133 Abs 2 dAktG/§ 121 Abs 2 öAktG)<sup>424</sup> und die Mehrheitserfordernisse verschärft, aber auch erleichtert werden. Ebenso könnte einer Aktionärsminorität ein Aufsichtsratssitz dadurch gesichert werden, dass zB für die Wahl zum Aufsichtsrat die Verhältniswahl vorgesehen wird<sup>425</sup>, was allerdings in der Praxis unüblich ist<sup>426</sup>.

### 3.4 *Gestaffelte Amtszeiten*

Für die Mitglieder des Aufsichtsrates und des Vorstandes können die Amtszeiten gestaffelt sein. Gegen die rechtliche Zulässigkeit bestehen keine Bedenken, da die §§ 84 Abs 1 und 102 Abs 1 dAktG/ §§ 75 Abs 1 und 87 Abs 2 öAktG lediglich die zeitliche Höchstdauer einer Bestellung zum Organ regeln<sup>427</sup>. So wird es in der Praxis vorkommen, dass die Mitglieder des Aufsichtsrates keine identischen Amtszeiten mit den Mitgliedern des Vorstands haben. Aber auch die Vorstandsmitglieder untereinander werden häufig abweichende Endtermine für ihre Bestellung zum Organ haben. Die Amtszeiten der Aufsichtsratsmitglieder dürften hingegen - insbesondere in mitbestimmten Gesellschaften - untereinander angeglichen sein, wenngleich eine Staffelung bei den Anteilseigner-Vertretern im Aufsichtsrat rechtlich nicht nur möglich<sup>428</sup> sondern zur Vermeidung von Kontinuitätsproblemen sinnvoll ist<sup>429</sup>. Gestaffelte Amtszeiten führen zwangsläufig dazu, dass ein potenzieller Übernehmer die rechtlichen und tatsächlichen Schwierigkeiten einer vorzeitigen Abberufung in seine Überlegungen einbeziehen muss. Allerdings können weder gestaffelte Amtszeiten noch das Erfordernis von qualifizierten Mehrheiten für die Bestellung der Aktionärsvertreter in den Aufsichtsrat eine Übernahme verhindern<sup>430</sup>, es handelt sich nur um eine vorübergehende Erschwerung<sup>431</sup>. Erfahrungsgemäß werden betroffene Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der

---

<sup>424</sup> *Volhard*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 133 Rz 76; *Bydlinski/Potyka* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 122 Rz 25.

<sup>425</sup> Umstritten; dagegen: *Mertens*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 101 Rz 14; dafür: *Schmidt*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 133 Rz 78 (90); *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 133 Rz 33; durch AktRÄG 2009 als zulässig geklärt: *Bydlinski/Potyka* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 122 Rz 28; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 87 Rz 6.

<sup>426</sup> *Volhard*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 133 Rz 78.

<sup>427</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 84 Rz 34; *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 102 Rz 1; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 75 Rz 12; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 87 Rz 28; *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 87-89 Rz 47.

<sup>428</sup> *Mertens*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 102 Rz 8; *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84 (88); *Krause*, *AG* 2002, 133 (142).

<sup>429</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 102 Rz 2.

<sup>430</sup> *Bayer*, *ZGR* 2002, 588 (591).

<sup>431</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 283.

Konfrontation mit einem neuen einflussreichen Gesellschafter aus dem Weg gehen und ihr Amt niederlegen<sup>432</sup>.

### 3.5 *Stimmrechtsbeschränkungen*

Die Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien ist in den USA grundsätzlich zulässig und wird zur Abwehr feindlicher Übernahmen genutzt<sup>433</sup>. Mehrstimmrechte sind allerdings in Österreich explizit verboten (§ 12 Abs 3 öAktG) und in Deutschland durch das KonTraG<sup>434</sup> (§ 12 Abs 2 dAktG) vollständig abgeschafft. Sie sind am 1.6.2003 erloschen, wenn nicht ihre Fortführung von der Hauptversammlung beschlossen wurde (§ 5 EGAktG).

Mit Höchststimmrechten kann das Stimmrecht eines einzelnen Aktionärs unabhängig von der Anzahl der ihm gehörenden Aktien auf einen bestimmten Prozentsatz oder einen Höchstnennbetrag begrenzt werden. Eine solche Regelung wird zum Schutz von Minderheitsaktionären getroffen, aber auch um unerwünschten Einfluss Dritter abzuwehren<sup>435</sup>. Höchststimmrechte können einen Übernehmer daran hindern, die Gesellschaft zu kontrollieren, auch wenn er bereits eine Mehrheit am Aktienkapital erworben hat<sup>436</sup>. In Österreich kann die Satzung ein Höchststimmrecht (§ 12 Abs 2 öAktG) vorsehen; erforderlich hierfür ist ein satzungsändernder Mehrheitsbeschluss (§§ 145 Abs 1 S 1, 146 Abs 1 S 1 öAktG). Die nachträgliche Einführung eines Höchststimmrechts bedarf der Zustimmung der dadurch konkret Betroffenen, weil es sich um einen Eingriff in bestehende Mitgliedschaftsrechte handelt<sup>437</sup>. Allerdings wirkt sich die Stimmenbeschränkung nicht auf eine etwa erforderliche Kapitalmehrheit aus, wie zB bei Kapitalmaßnahmen nach §§ 149, 175 öAktG oder bei Satzungsänderungen nach § 146 öAktG<sup>438</sup>. Hieraus wird in der Literatur geschlossen, dass Übernahmen durch Höchststimmrechte nicht nachhaltig erschwert werden<sup>439</sup>; andererseits wird anerkannt, dass das Höchststimmrecht immerhin eine gute Absicherung gegen feindliche Übernahmen bis zur Schwelle der einfachen Stimmenmehrheit bietet<sup>440</sup>. Trotz einfacher Umgehungsmöglichkeiten durch Stimmrechtskonsortien oder Stimmbindungsvereinbarungen kann das österreichische Höchststimmrecht ein

---

<sup>432</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 270.

<sup>433</sup> Michalski, AG 1997, 152 (158).

<sup>434</sup> Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27.4.1998.

<sup>435</sup> Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 19.

<sup>436</sup> Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84 (87).

<sup>437</sup> Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 29.

<sup>438</sup> Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 24.

<sup>439</sup> Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84 (88); Trautvetter, Verhaltenspflichten 228.

<sup>440</sup> Tuppa, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Lichte des Neutralitätsgebots, Dissertation Wien (2002) 119.

Übernahmehindernis bedeuten, zumal wenn die Satzung vorsieht, dass eine Rückgängigmachung dieser Satzungsbestimmung nur bei erhöhten Mehrheitserfordernissen möglich ist<sup>441</sup>. In Deutschland wurden Höchststimmrechte abgeschafft (§ 134 Abs 1 S 2 dAktG), weil diese Übernahmen erschweren und damit für das jeweilige Unternehmen „Übernahmephantasie“ fehle, so dass letztlich der Kapitalmarkt beeinträchtigt würde<sup>442</sup>. Nur nicht börsennotierte Gesellschaften können noch ein Höchststimmrecht festlegen<sup>443</sup>.

Auch Sonderrechte ehemals staatlicher Unternehmen, mit denen der Staat nach einer Privatisierung unabhängig von der Höhe seiner Beteiligung seinen Einfluss in der Gesellschaft beibehalten möchte („golden shares“), können ein Übernahmehindernis sein<sup>444</sup>. Nach der Rechtsprechung des EuGH lassen sich solche Sonderrechte nur mit zwingenden Gründen des Allgemeininteresses rechtfertigen<sup>445</sup>, ansonsten läge ein Verstoß gegen Art 56 und 43 EG vor. Über das deutsche VW-Gesetz<sup>446</sup>, das ua das Stimmrecht eines einzelnen Aktionärs unabhängig von seiner Kapitalbeteiligung auf maximal 20 % begrenzt, besteht weiterhin Diskussionsbedarf<sup>447</sup>, obwohl der EuGH<sup>448</sup> eine Beschränkung des Kapitalverkehrs festgestellt hat, weil gesetzlich die erforderliche Mehrheit für grundlegende unternehmerische Entscheidungen auf mehr als 80% des Grundkapitals angehoben und damit von der ansonsten gesetzlich vorgesehenen qualifizierten ¾-Mehrheit abgewichen wird.

### **3.6 Erhöhte Zustimmungsquoten**

Soweit die Hauptversammlung für bestimmte Maßnahmen eine Zustimmung zu erteilen hat (zB beim Abschluss von Unternehmensverträgen oder Umwandlungen), könnten erhöhte Mehrheitserfordernisse beschlossen werden (§ 133 dAktG/§ 121 Abs 2 öAktG)<sup>449</sup>. Die Satzung kann auch ein allgemeines Präsenzquorum erfordern; nicht zulässig ist die Bindung von Beschlüssen an die Zustimmung eines bestimmten Aktionärs oder gar eines Dritten<sup>450</sup>. Erhöhte Zustimmungsquoten können ein Übernahmehindernis darstellen, wenn der Bieter

---

<sup>441</sup> *Tuppa*, Abwehrmaßnahmen, 119.

<sup>442</sup> *Bayer*, ZGR 2002, 588 (589); *BegrRegE BT-Dr 13/9712*, 20 = ZIP 1997, 2059 (2064).

<sup>443</sup> BGHZ 70, 117 = NJW 1978, 948.

<sup>444</sup> *Ruge*, Goldene Aktien und EG-Recht, EuZW 2002, 421.

<sup>445</sup> EuGH NZG 2006, 942 (944).

<sup>446</sup> BGBl I/1960 585, in der Fassung vom 31.7.1990 – BGBl I/1990 1149.

<sup>447</sup> *Kerber*, Staatliche Aktionärsprivilegien weiterhin ungeklärt – Anmerkungen zum Urteil des EuGH, NZG 2007, 942 -, NZG 2008, 9.

<sup>448</sup> EuGH AG 2007, 817.

<sup>449</sup> *Volhard*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 133 Rz 51; *Bydlinski/Potyka* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 121 Rz 6.

<sup>450</sup> *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht 3/54; *Schmidt* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 113 Rz 35; *Schmidt*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 133 Rz 87; *Volhard*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 133 Rz 56.

beabsichtigt, in kurzer Frist wesentliche Veränderungen des Unternehmens vorzunehmen<sup>451</sup>. Ohne eine sachliche Notwendigkeit wird die Hauptversammlung solche Beschlüsse jedoch nicht fassen, da diese Zustimmungsmodalitäten auch ansonsten gelten und sich die Gesellschaft so möglicherweise unnötig selbst Fesseln anlegt.

### **3.7 Sonstige statuarische Erschwernisse**

Die statutarische Begründung eines Erwerbsverbotes zu Lasten bestimmter Personengruppen kommt nicht in Betracht, da dies gegen den Grundsatz der freien Übertragbarkeit der Aktien verstoßen würde<sup>452</sup>. Auch dinglich wirkende Ankaufs- oder Vorkaufsrechte können nicht durch die Satzung festgelegt werden<sup>453</sup>; zulässige schuldrechtliche Vereinbarungen zwischen den Aktionären über die Begründung von An- und Vorkaufsrechten können nicht als Abwehrmaßnahme des Vorstands angesehen werden. Eine Zwangseinziehung nach § 237 dAktG/§ 192 öAktG ist praktisch unmöglich, da diese nur für Aktien gilt, die nach der entsprechenden Satzungsänderung gezeichnet wurden<sup>454</sup>.

### **3.8 Europäische Durchbrechungsregel**

Nach Art 11 EU-Übernahmerrichtlinie gelten während der Annahmefrist auf ein Übernahmeangebot bestimmte strukturelle satzungsmäßige oder vertragliche Übernahmehindernisse gegenüber dem Bieter nicht (Durchbrechungsregel). Mit § 33b WpÜG/§27a ÜbG wird die Europäische Durchbrechungsregel zur Disposition der Satzung einer Zielgesellschaft gestellt. Die Durchbrechungsregel soll Unternehmensübernahmen erleichtern und die Entscheidungszuständigkeit der Aktionäre der Zielgesellschaft in Übernahmesituationen stärken<sup>455</sup>. Damit steigt die Übernahmewahrscheinlichkeit, was zu höheren Börsenkursen für die Zielgesellschaft führen kann<sup>456</sup>.

Die Satzung kann die Geltung der Durchbrechungsregel nur zur Gänze vorsehen, da eine selektive Anwendung nicht möglich ist<sup>457</sup>. Es besteht ein schlichtes

---

<sup>451</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 279.

<sup>452</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 270.

<sup>453</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 271.

<sup>454</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 237 Rz 12; Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 248.

<sup>455</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33b Rz 1; Kiem in Baums/Thoma, WpÜG § 33b Rz 3.

<sup>456</sup> Harbarth, Europäische Durchbrechungsregel im deutschen Übernahmerecht, ZGR 2007, 1 (6); Kiem in Baums/Thoma, WpÜG § 33b Rz 6.

<sup>457</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33b Rz 3; Kiem in Baums/Thoma, WpÜG § 33b Rz 9; Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 27a Rz 8.

„Anwendungswahlrecht“<sup>458</sup>. Der Beschluss bedarf einer 3/4-Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals sowie der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Die Durchbrechungsregel, die auch auf Pflichtangebote und freiwillige Vollangebote anwendbar ist<sup>459</sup>, führt zur Unwirksamkeit von satzungsmäßigen oder vertraglichen Übertragungsbeschränkungen von Aktien der Zielgesellschaft gegenüber dem Bieter<sup>460</sup>. Stimmbindungsverträge und Mehrstimmrechte, aber auch etwaige Entsendungsrechte verlieren in einer Abwehrhauptversammlung ihre Wirkung; der Bieter kann die Hauptversammlung aus eigenem Recht einberufen, sofern er über mindestens 75% des stimmberechtigten Kapitals verfügt<sup>461</sup>. Ein entsandtes Aufsichtsratsmitglied kann dann von der Hauptversammlung abgewählt und ein neues Aufsichtsratsmitglied gewählt werden; hat der Bieter den Aufsichtsrat mit Personen seines Vertrauens besetzt, so kann er auch über die Besetzung des Vorstands Einfluss auf die Unternehmenspolitik der Zielgesellschaft nehmen<sup>462</sup>. Lediglich gesetzliche Stimmrechtsbeschränkungen wie das Höchststimmrecht nach § 2 Abs 1 VW-Gesetz bleiben wirksam<sup>463</sup>.

Der typische Fall einer Übertragungsbeschränkung ist die vinkulierte Namensaktie<sup>464</sup>; der Bieter kann auch solche Aktien erwerben, ohne an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden zu sein, wenn die Durchbrechungsregel gilt. Gleiches gilt für schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen zwischen der Gesellschaft und den Aktionären, die aber eher selten anzutreffen sind<sup>465</sup>. Die Durchbrechungsregel ist nur gegenüber dem Bieter, nicht aber einem Dritten gegenüber wirksam.

Kommt die Durchbrechungsregel aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Anwendung, so ist der Bieter zu einer finanziellen Entschädigung verpflichtet (§ 33b Abs 5

---

<sup>458</sup> *Kiem in Baums/Thoma*, WpÜG § 33b Rz 9.

<sup>459</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33b Rz 6; zweifelnd: *Seibt/Heiser*, Analyse des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf), AG 2006, 301 (314); *Kiem in Baums/Thoma*, WpÜG § 33b Rz 21; *Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 27a Rz 8 (9).

<sup>460</sup> *Schwennicke in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33b Rz 5; Erläuterungen zur RV ÜBRÄG 2006, 19, abgedruckt bei *Huber*, Übernahmegesetz 406.

<sup>461</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33b Rz 15; *Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 27a Rz 25.

<sup>462</sup> *Kiem in Baums/Thoma*, WpÜG § 33b Rz 51.

<sup>463</sup> *Maul/Muffat-Jeandet*, Die Übernahmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht, Teil II, AG 2004, 306 (312).

<sup>464</sup> *BegrRegE ÜR-UG BT-Dr 16/1003*, 20; *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33b Rz 8; *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 (313); *Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 27a Rz 12.

<sup>465</sup> *Kiem in Baums/Thoma*, WpÜG § 33b Rz 26.

WpÜG/§ 27a Abs 6 ÜbG), wobei der Nachweis eines Schadens nur selten gelingen wird<sup>466</sup>. Es besteht auch die Möglichkeit, dass die satzungsgemäß geltende Durchbrechungsregel dann keine Anwendung findet, wenn der Bieter oder ein ihn beherrschendes Unternehmen dieser Regelung nicht unterworfen ist (§ 33c WpÜG). Durch diese „Reziprozität“ soll „Waffengleichheit“ hergestellt werden<sup>467</sup>. Die Geltung des europäischen Verhinderungsverbots und der Durchbrechungsregel stehen somit nach deutschem Recht unter dem Vorbehalt der Gegenseitigkeit; erforderlich ist ein Beschluss der Hauptversammlung, der allerdings höchstens für 18 Monate gilt (§ 33c Abs 3 WpÜG); eine Satzungsänderung ist nicht erforderlich. Den Vorbehalt der Gegenseitigkeit („Reziprozitätsregel“) hat der österreichische Gesetzgeber nicht übernommen.

Der Vorstand einer Zielgesellschaft muss deshalb daran interessiert sein, dass die Hauptversammlung nicht die „Europäische“ Durchbrechungsregel beschließt; nur so können die Handlungsspielräume aufgrund von Satzungsgestaltung erhalten werden. Wird aber von der Durchbrechungsregel Gebrauch gemacht, so sollte der Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft darauf hinwirken, dass auch der Vorbehalt der Gegenseitigkeit nach § 33c WpÜG beschlossen wird.

### **3.9 Ergebnis**

Der Vorstand kann der Hauptversammlung Satzungsregelungen vorschlagen, die geeignet sind, eine spätere Übernahme zu erschweren oder zu verhindern. Da die Entscheidung bei der Hauptversammlung liegt, kann für den Vorstand kein Abwägungs- oder Interessenkonflikt bestehen<sup>468</sup>. Als statuarische Übernahmehindernisse wirken Namensaktien mit und ohne Vinkulierung, Entsendungsrechte, Einschränkungen der Wählbarkeit, gestaffelte Amtszeiten, erhöhte Zustimmungsquoten für Beschlüsse der Hauptversammlung und - nur für Österreich - Höchststimmrechte. Die Möglichkeiten des Vorstands auf eine entsprechende nachträgliche Satzungsgestaltung Einfluss zu nehmen, sind jedoch gering. Satzungsänderungen werden nur dann beschlossen, wenn damit (auch) einem Interesse der Aktionäre entsprochen wird. Eine drohende Übernahme dürfte als Begründung für eine Satzungsänderung nicht mehrheitsfähig sein. Soweit statuarische Übernahmehindernisse bestehen, sollte der Vorstand darauf achten, dass kein Satzungsbeschluss zur Europäischen Durchbrechungsregel getroffen wird; ist dies

---

<sup>466</sup> Diekmann, Änderungen im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz anlässlich der Umsetzung der EU-Übernahmerrichtlinie in das deutsche Recht, NJW 2007, 17 (18).

<sup>467</sup> Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004, 306 (312); Seibt/Heiser, AG 2006, 301 (312).

<sup>468</sup> Hopt, ZGR 1993, 534 (558).

der Fall, so sollte bei einer deutschen Aktiengesellschaft zumindest ein Beschluss der Hauptversammlung zur Reziprozitätsregel gefasst werden.

Sieht die Satzung Namensaktien vor, so kann die Zielgesellschaft frühzeitig erkennen, ob ein unerwünschter Bieter zur Vorbereitung einer Übernahme eine Aktienposition aufbaut, und entsprechende Abwehrstrategien entwickeln. Daher ist auch die nachträgliche Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien sinnvoll, zumal hierfür keine unüberwindlichen rechtliche Hürden bestehen. Die nachträgliche Satzungsänderung für eine Vinkulierungsregelung erscheint hingegen bei Publikumsgesellschaften nahezu unmöglich, da hierfür die Zustimmung aller Aktionäre erforderlich ist. Sieht die Satzung aber vinkulierte Namensaktien vor, so sollten die Verweigerungsgründe ebenfalls statutarisch festgelegt werden.

## 4 Handlungsspielräume vor Angebotslegung

Der Vorstand einer Zielgesellschaft kann Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr erzielen, indem Maßnahmen, die in der Literatur zur Abwehr gegen ein vorliegendes Übernahmeangebot beschrieben wurden<sup>469</sup>, bereits eingesetzt werden, bevor ein Übernahmeangebot gestellt wird. Denn erfolgsverhindernde Maßnahmen<sup>470</sup> - wie die Ausgabe von Aktien, der Ausschluss des Bezugsrechts, den Erwerb eigener Aktien in größerem Umfang, der Verkauf für den Bieter wesentlicher Teile des Gesellschaftsvermögens sowie die Erzeugung kartellrechtlicher oder vergleichbarer Probleme - können jederzeit ergriffen werden und einen potenziellen Bieter daran hindern, überhaupt ein Übernahmeangebot zu stellen.<sup>471</sup> Den größtmöglichen Handlungsspielraum bieten Maßnahmen, die in der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands liegen<sup>472</sup>. Allerdings ist darauf zu achten, dass nicht irreversible Maßnahmen getroffen werden, da ansonsten auch eine gewollte, freundliche Übernahme verhindert würde. Im Idealfall handelt es sich um Maßnahmen, die nur wirksam sind, wenn ein Übernahmeangebot für die Zielgesellschaft nachteilig ist<sup>473</sup>. Den Präventivmaßnahmen kommt besondere Bedeutung zu, da sie ohne den unmittelbaren Handlungsdruck eines konkreten Übernahmeangebots umgesetzt werden können.

Welche Maßnahmen für eine potenzielle Zielgesellschaft sinnvoll sind, lässt sich nicht generell beantworten, da es unterschiedliche „Bedrohungslagen“ gibt, die von den Übernahmемotiven des Bieters, der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens, der Branche und der Wettbewerbssituation abhängig sind. Im Folgenden soll daher der Frage nachgegangen werden, welche Maßnahmen aktienrechtlich in Deutschland und Österreich zulässig sind, wie sie wirken und welche Aktivitäten ein Vorstand entwickeln muss, um daraus Handlungsspielräume für die Übernahmeabwehr zu gewinnen.

---

<sup>469</sup> beispielhaft: *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 68; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 248; *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 26; *Denzel*, Die Neutralitätspflicht im europäischen Übernahmerecht (2005); *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen; *Daum*, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht (1992); *Krause*, AG 2002, 133; *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote 112; *von Falkenhausen*, Übernahmeprophylaxe – Die Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft, NZG 2007, 97; *Schanz*, Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerrichtlinie im deutschen Recht, NZG 2007, 927; *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84.

<sup>470</sup> so vom deutschen Gesetzgeber in RegBegr BT-Dr 14/7034 57, vom österreichischen Gesetzgeber in Erl RV ÜbG 1999 (34) - abgedruckt bei *Huber*, Übernahmegesetz vor § 12 (131) - beschrieben.

<sup>471</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 15 h.

<sup>472</sup> *von Falkenhausen*, NZG 2007, 97 (98).

<sup>473</sup> *von Falkenhausen*, NZG 2007, 97 (99).

## **4.1 Maßnahmen auf der Grundlage von Beschlüssen der Hauptversammlung**

Der Vorstand kann auf der Grundlage von Hauptversammlungsbeschlüssen bereits im Vorfeld einer Übernahme Maßnahmen treffen, die einen feindlichen Bieter abschrecken. Hierzu gehören insbesondere Maßnahmen der Kapitalbeschaffung, der Ausschluss des Bezugsrechts und der Erwerb eigener Aktien.

### **4.1.1 Ordentliche Kapitalerhöhung**

Jedes Unternehmen ist an einer angemessenen Eigenkapitalausstattung interessiert, wenn auch eine gesetzliche Pflicht zur Vornahme von Kapitalerhöhungen selbst bei materieller Unterkapitalisierung nicht besteht<sup>474</sup>. Benötigt die Gesellschaft zusätzliche Eigenmittel, etwa zur Finanzierung weiteren Wachstums, zum Erwerb von bedeutenden Beteiligungen oder - im Hinblick auf die Finanzierung durch Banken - zur Verbesserung der Bonität, so wird der Vorstand versuchen, die Aktionäre von der Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung zu überzeugen. Dies wird nur gelingen, wenn auch für das erhöhte Kapital eine angemessene Dividende in Aussicht gestellt werden kann. Der Vorstand muss daher in der Lage sein, die Kapitalerhöhung betriebswirtschaftlich zu begründen; anderenfalls muss damit gerechnet werden, dass die Erhöhung nicht platziert werden kann.

Verfügt die Gesellschaft über angemessene Eigenmittel, so kann dies den Übernahmepreis erhöhen und damit für einen potenziellen Bieter die Finanzierung erschweren; mit der Ausgabe neuer Aktien erhöht sich die Zahl der für Kontrollerlangung benötigten Anteile. So kann schon eine gewöhnliche Kapitalerhöhung unter Beachtung des gesetzlichen Bezugsrechts eine präventive Abwehrmaßnahme sein. Dabei ist es unerheblich, ob die Kapitalerhöhung durch Bareinlagen (§ 182 dAktG/§ 149 öAktG) oder durch Sacheinlagen (§ 183 dAktG/§ 150 öAktG) erfolgt.

Durch eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln kann für einen Bieter die Übernahme wirtschaftlich uninteressant werden, weil er dann über die im Grundkapital gebundenen freien Rücklagen nur durch eine Kapitalherabsetzung wieder verfügen kann<sup>475</sup>. Sofern keine neuen

---

<sup>474</sup> Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 182 Rz 5.

<sup>475</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 49.

Aktien ausgegeben werden, verteuert dies eine spätere Übernahme nicht<sup>476</sup>; dies kann allenfalls geschehen, wenn neue Aktien ausgegeben werden<sup>477</sup>.

#### 4.1.2 Genehmigtes Kapital

Wird indessen zur Kapitalerhöhung ein genehmigtes Kapital geschaffen (§ 202 dAktG/§ 169 öAktG), so kann der Vorstand im Rahmen der Ermächtigung für die Dauer von 5 Jahren Zeitpunkt, Höhe und Bedingungen für dessen Einberufung eigenständig festlegen<sup>478</sup>. Da zum Zeitpunkt der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung die Notwendigkeit einer Kapitalverstärkung auf einer Prognose beruht, kann der Vorstand das Kapital auch zur präventiven Übernahmeabwehr einberufen, sofern dies betriebswirtschaftlich begründet werden kann. Die Entscheidung über die Einberufung des genehmigten Kapitals trifft der Vorstand grundsätzlich nach pflichtgemäßem Ermessen<sup>479</sup>, es handelt sich um eine Maßnahme der Geschäftsführung<sup>480</sup>. Die Vorgaben des Hauptversammlungsbeschlusses sind zu beachten; können diese nicht erfüllt werden, so muss von der Kapitalmaßnahme Abstand genommen werden. Zu beachten ist ferner, dass beim genehmigten Kapital neue Aktien nur mit Zustimmung des Aufsichtsrates ausgegeben werden sollen (§ 202 Abs 3 Satz 2 dAktG) bzw ausgegeben werden dürfen (§ 169 Abs 3 Satz 2 öAktG)<sup>481</sup>. Allerdings berührt die fehlende Zustimmung des Aufsichtsrates nach deutschem Recht nicht die Wirksamkeit der Kapitalerhöhung<sup>482</sup>. Nach österreichischem Recht ist der Beschluss des Vorstands ohne Zustimmung durch den Aufsichtsrat schwebend unwirksam, bei Verweigerung der Zustimmung ist der Beschluss endgültig unwirksam und die Durchführung der Kapitalerhöhung darf nicht weiter betrieben werden<sup>483</sup>.

Das genehmigte Kapital erfreut sich in der Praxis großer Beliebtheit und ist bei nahezu allen deutschen Aktiengesellschaften satzungsgemäß vorgesehen<sup>484</sup>, was durch eine umfassende

---

<sup>476</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 87.

<sup>477</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 63: faktisch liegt hierin die Ankündigung einer Dividendenerhöhung; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 87; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 91; aA da Unternehmenswert gleich bleibt: Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 30; Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 30: Erschwerung des Angebots „erscheint fraglich“.

<sup>478</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 1; Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 169 Rz 1.

<sup>479</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 94.

<sup>480</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 203 Rz 33.

<sup>481</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 6; Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 169 Rz 19.

<sup>482</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 202 Rz 22; Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 93.

<sup>483</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 142.

<sup>484</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (594).

Untersuchung bestätigt wird<sup>485</sup>. Dennoch ist die ordentliche Kapitalerhöhung für börsennotierte Gesellschaften vom Volumen her wesentliche Quelle der Eigenkapitalzuführung, da in der Praxis beim genehmigten Kapital regelmäßig das Grundkapitals nur um bis zu 10% erhöht wird<sup>486</sup>. Bei den DAX-Unternehmen erfolgen indessen über 90% der Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital, was auf den hohen Streubesitz zurückzuführen ist. Auch in Österreich ist das genehmigte Kapital „die typische Form der Kapitalerhöhung bei börsennotierten Aktiengesellschaften“<sup>487</sup>. Von der Möglichkeit des genehmigten Kapitals haben auch einige der im ATX notierten Unternehmen Gebrauch gemacht, in der Regel mit Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre<sup>488</sup>.

### 4.1.3 Ausschluss des Bezugsrechts<sup>489</sup>

Kapitalerhöhungen können besonders dann präventiv einer späteren Übernahme entgegenwirken, wenn das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen wird<sup>490</sup>. Eine bereits bestehende Beteiligung eines potenziellen Bieters kann dadurch verwässert werden; bei einer späteren Übernahme muss dieser einen erweiterten Aktionärskreis von seinem Übernahmeangebot überzeugen<sup>491</sup>. Der Ausschluss des Bezugsrechts ist als präventive Abwehrmaßnahmen sachlich gerechtfertigt, wenn damit feindliches unternehmerisches Verhalten abgewehrt werden soll<sup>492</sup>, insbesondere wenn ein Aktionär die Vernichtung der Gesellschaft anstrebt<sup>493</sup>. Erfolgt der Ausschluss des Bezugsrechts zum Zweck des Überfremdungsschutzes, so kann die Praxis nicht von einem gesicherten Diskussionsstand ausgehen<sup>494</sup>. Überwiegend wird hierfür keine sachliche Rechtfertigung<sup>495</sup> oder kein

---

<sup>485</sup> *Maier*, Der Einsatz des genehmigten Kapitals, Dissertation Jena (2003); auch: *Hirte*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 202 Rz 89; *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 14.

<sup>486</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 22.

<sup>487</sup> *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 169 Rz 4.

<sup>488</sup> zB (Stand: 30.8.2010): *bwin AG*, *Intercell AG*, *RHI AG*, *Schöller-Bleckmann AG*, *Voestalpine AG*, *Zumtobel AG*.

<sup>489</sup> Siehe dazu unter Abschnitt 2.3.3.

<sup>490</sup> Verhinderungseignung wird übereinstimmend bejaht: *Grunewald* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 29; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 60; *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 84; *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote 126; *Hahn*, Feindliche Übernahme 217; *Kort*, Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag (2000) 1421 (1430); *Krause*, Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie(1996), AG 1996, 209 (214); *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (267); *Schanz*, NZG 2000, 337 (343).

<sup>491</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 47.

<sup>492</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 32; *Rebmann* in *Heidel*, Aktienrecht<sup>2</sup> § 186 AktG Rz 47; *Wiedemann*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 186 Rz 161; *Lutter*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 71; *Lutter/Timm*, Konzernrechtlicher Präventivschutz in der GmbH, NJW 1982, 409 (415); *Peifer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 98; *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 37; *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84 (87).

<sup>493</sup> BGHZ 33, 175 (186) „Minimax II“: Zurücksetzung der feindlichen Aktionärsgruppe zulässig, weil sachlich berechtigt und daher nicht willkürlich; *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84 (87).

<sup>494</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 32; differenzierend: *Lutter*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 71 (75).

vorliegendes Unternehmensinteresse anerkannt<sup>496</sup>, da die konkrete Beteiligungsstruktur keine unmittelbaren Auswirkungen auf das Gesellschaftsinteresse hat<sup>497</sup>. Das Bezugsrecht kann auch nicht ausgeschlossen werden, um den Einfluss eines unerwünschten Aktionärs zu verringern<sup>498</sup>.

Unterschiedliche Betrachtungen ergeben sich bei der Frage, ob mit dem Bezugsrechtsausschluss auch eine drohende Einbeziehung in einen Konzern verhindert werden darf. Nach verbreiteter Ansicht in Deutschland soll dies möglich sein<sup>499</sup>; im Anschluss an die „Siemens/Nold“-Entscheidung des BGH<sup>500</sup> wird auch im Erhalt der Unabhängigkeit ein rechtmäßiger Grund für einen Bezugsrechtsausschluss gesehen<sup>501</sup>. Der BGH<sup>502</sup> hält einen Bezugsrechtsausschluss für zulässig, „wenn die Maßnahme erforderlich ist, um den planmäßig verfolgten Fremdeinfluss eines Konzerns abzuwehren und so die wirtschaftliche Selbständigkeit des Unternehmens auf dem Markt zu erhalten“. Nach österreichischer hM kann eine drohende Konzernierung den Ausschluss des Bezugsrechts sachlich nicht rechtfertigen<sup>503</sup>.

#### 4.1.4 Ausgabe von Options- und Wandelanleihen

Als präventive Abwehrmaßnahme kommt auch die Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen<sup>504</sup> in Betracht (§ 221 dAktG/§ 174 öAktG), die eines Beschlusses der Hauptversammlung bedarf<sup>505</sup>. Bei Wandelanleihen hat der Anleger die Wahl zwischen der Rückzahlung der Anleihe und dem Erwerb von Aktien<sup>506</sup>, während Optionsanleihen als normale Anleihen zusätzlich das Recht gewähren, Aktien zu festgelegten Bedingungen zu

---

<sup>495</sup> *Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 37; *Winner in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 135.

<sup>496</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 133; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 32.

<sup>497</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 32; *Lutter*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 74; *Winner in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 135; *Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 37; *Ofner*, GesRZ 1987, 24 (27).

<sup>498</sup> *Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 37.

<sup>499</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 186 Rz 32; *Rebmann in Heidel*, Aktienrecht<sup>2</sup> § 186 AktG Rz 47; *Wiedemann*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 186 Rz 161; *Lutter*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 71; *Lutter/Timm*, NJW 1982, 409 (415); *Peifer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 98.

<sup>500</sup> BGHZ 136, 133.

<sup>501</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 93; *Mülbert*, Die Zielgesellschaft im Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie – zwei folgenreiche Eingriffe ins deutsche Aktienrecht, IStR 1999, 83 (90).

<sup>502</sup> BGHZ 33, 175 (186).

<sup>503</sup> *Winner in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 135; *Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 37; *Ofner*, GesRZ 1987, 24 (27): „Selbst der Versuch eines Konkurrenten, die Herrschaft in der Gesellschaft zu übernehmen, ist nicht geeignet, dem Gesellschaftsinteresse zuwiderzulaufen“.

<sup>504</sup> *Schwennicke in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 66; *Schanz*, NZG 2000, 337 (344).

<sup>505</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 9.

<sup>506</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 10.

erwerben<sup>507</sup>. Entscheidet sich der Anleger für den Aktienwerb - wofür vorsorglich ein bedingtes Kapital bereitzustellen ist (§ 192 Abs 2 Z 1 dAktG/§ 159 öAktG) -, so kann hierdurch eine bestehende Beteiligung eines künftigen Bieters verwässert werden. Dies setzt allerdings voraus, dass die Wandelschuldverschreibung innerhalb der 5-jährigen Frist (§ 221 dAktG/§ 174 öAktG) bei befreundeten Aktionären oder Dritten untergebracht wird. Das den Aktionären zustehende Bezugsrecht (§ 221 Abs 4 dAktG/§§174 Abs 4 S 2, 153 öAktG) kann durch einen entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss (§ 186 Abs 3 dAktG/§ 174 Abs 2 öAktG) ausgeschlossen werden oder mit dem Ermächtigungsbeschluss in die Hand des Vorstands gelegt werden (§ 203 Abs 2 dAktG analog/§ 170 Abs 2 öAktG)<sup>508</sup>.

Der Ausschluss des Bezugsrechts unterliegt bei Wandel- und Optionsanleihen den gleichen materiellen Voraussetzungen wie beim genehmigten Kapital; daher muss nach österreichischem Recht hierfür eine sachliche Rechtfertigung<sup>509</sup> gegeben, nach deutschem Recht das Gesellschaftsinteresse gewahrt sein<sup>510</sup>. Die Zustimmung des Aufsichtsrates zur Ausgabe der Finanztitel ist gesetzlich nicht vorgeschrieben, sie kann sich aber schon wegen der Überschreitung der Wertgrenze aus § 95 Abs 5 Z 5 öAktG ergeben<sup>511</sup>. Auch können Satzung, Geschäftsordnung oder der Ermächtigungsbeschluss einen Zustimmungsvorbehalt vorsehen<sup>512</sup>. Insbesondere ist die Zustimmung des Aufsichtsrates einzuholen, wenn der Vorstand von der Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts Gebrauch macht (§ 204 Abs 1 S 2 dAktG analog<sup>513</sup>/§ 174 Abs 2 öAktG<sup>514</sup>).

Nicht eindeutig geklärt ist, ob die Wandlungs- und Bezugsbedingungen notwendiger Inhalt eines Ermächtigungsbeschlusses sind; nach der österreichischen Kommentarliteratur werden „grundsätzliche Anhaltspunkte“ für erforderlich gehalten<sup>515</sup>, in der Praxis wird diese

---

<sup>507</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 13.

<sup>508</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 39; *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 414.

<sup>509</sup> *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 174 Rz 43; *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 416.

<sup>510</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 39; *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup>, § 221 Rz 180.

<sup>511</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 402; *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 174 Rz 17.

<sup>512</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 13; *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 152.

<sup>513</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 197.

<sup>514</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 409: aus dem Rechtsgedanken der §§ 169 Abs 2, 171 Abs 1 öAktG, wegen der delegierten Hauptversammlungskompetenz ist Kontrolle durch den Aufsichtsrat erforderlich; aA *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 174 Rz 37: der Hauptversammlungsbeschluss muss die Zustimmung des Aufsichtsrats vorsehen.

<sup>515</sup> *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 174 Rz 22; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 174 Rz 35.

Festlegung teilweise dem Vorstand überlassen<sup>516</sup>. Nach hM in Deutschland gehören die Anleihebedingungen zum fakultativen Inhalt des Beschlusses<sup>517</sup>

Ansonsten bestehen die gleichen Berichtserfordernisse wie für die Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts beim genehmigten Kapital. Nach §§ 186 Abs 4 S 2, 221 Abs 4 S 2 dAktG/§ 153 Abs 4 öAktG muss in einem schriftlichen Bericht der Bezugsrechtsausschluss begründet werden<sup>518</sup>. Der Bericht muss umfassend die zugrunde liegenden Wertungen und Abwägungen des Vorstands enthalten<sup>519</sup>.

Werden Wandelschuldverschreibungen ausgegeben, so führt dies nach österreichischem Recht zu einer Verteuerung des Pflichtangebots, da sich dieses auf alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezieht, wozu auch Wandel- und Optionsanleihen gehören (§§ 22 Abs 1, 1 Z 4 ÜbG)<sup>520</sup>. Die Zielgesellschaft kann jedoch diese Verpflichtung für erst noch zu begebende - dh nach Eintragung der Satzungsänderung begebene<sup>521</sup> - Beteiligungspapiere in ihrer Satzung außer Kraft setzen (§ 27 Abs 1 Z 3 ÜbG). Die Möglichkeit dieses „partiellen opting-out“<sup>522</sup> hat bislang keine praktische Bedeutung erlangt<sup>523</sup>. Nach deutschem Recht bezieht sich das Pflichtangebot ausschließlich auf den Erwerb sämtlicher Aktien der Zielgesellschaft, und zwar auf Stamm- und Vorzugsaktien, selbst wenn diese kein Stimmrecht beinhalten (§ 35 Abs 2 WpÜG)<sup>524</sup>; die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen verteuert nach deutschem Recht eine Übernahme nur insoweit, als von den Gläubigern neue Aktien begehrt werden<sup>525</sup>.

Die Eignung von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen als Abwehrmaßnahme kann gesteigert werden, wenn in den Anleihebedingungen Klauseln enthalten sind, die für den Fall einer Übernahme das Recht auf eine vorzeitige Rückzahlung der Anleihe gewähren oder einen höheren Zinssatz bedingen sowie alternativ oder ergänzend in diesem Fall zu einer Verminderung des Wandlungspreises oder - gleichbedeutend - zur Erhöhung des

---

<sup>516</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 410.

<sup>517</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 141.

<sup>518</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 41; *Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 174 Rz 42.

<sup>519</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 221 Rz 41.

<sup>520</sup> Ebenso: Partizipationsscheine, Genussscheine und Gewinnschuldverschreibungen: *Huber/Alscher in Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 38; *Winner*, Zielgesellschaft 47.

<sup>521</sup> *Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 27 Rz 17.

<sup>522</sup> *Zollner*, Kontrollwechsel und Kontrollerrlangung im Übernahmegesetz (2002), 91.

<sup>523</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 40.

<sup>524</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 35 Rz 96.

<sup>525</sup> *Habersack*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 221 Rz 324; *Ekkenga/Hofschroer*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Teil II, DStR 2002, 768 (771).

Wandlungsverhältnisses führen<sup>526</sup>. Bei vorzeitiger Fälligkeit der Anleihe entsteht für die Zielgesellschaft ein erhöhter Liquiditätsbedarf, der die Übernahmeabsichten eines Bieters negativ beeinflussen kann; werden die Anleihegläubiger zur Ausübung des Wandlungsrechts durch einen reduzierten Wandlungspreis „ermuntert“, so muss der Bieter mit einer Verwässerung seiner bestehenden Quote rechnen; jedenfalls wird eine Übernahme verteuert, da sich weitere Aktien im Umlauf befinden. Da diese Präventivmaßnahme erst nach vorliegendem Übernahmeangebot wirksam wird, eignet sie sich in besonderem Maße zur Übernahmeabwehr.

#### 4.1.5 Erwerb eigener Aktien

Schon in der Regierungsbegründung zum WpÜG wurde darauf hingewiesen, dass der Erwerb eigener Aktien eine Übernahme erschweren kann<sup>527</sup>. Der Vorstand kann eigene Aktien zur Abwehr eines schweren Schadens von der Gesellschaft erwerben (§ 71 Abs 1 dAktG/§ 65 Abs 1 Z 1 öAktG), ohne dass es hierfür eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf<sup>528</sup>. Es muss sich um einen Schaden handeln, der einen alltäglichen Geschäftsverlust deutlich überschreitet, eine existenzielle Bedrohung der Gesellschaft wird jedoch nicht vorausgesetzt<sup>529</sup>. Der Erwerb eigener Aktien ist nur zulässig, wenn keine andere Möglichkeit der Schadenabwehr in Betracht kommt (ultima ratio)<sup>530</sup>. Ein bedeutsamer Anwendungsfall liegt in der Abwehr von wirtschaftlich nicht gerechtfertigten Kursstürzen etwa durch Marktmanipulationen<sup>531</sup>. Maßnahmen der Kurspflege fallen nicht unter diesen Erwerbstatbestand<sup>532</sup>, da Kursverluste der Aktionäre kein Schaden der Aktiengesellschaft sind<sup>533</sup>. Der Auskauf eines lästigen Aktionärs kommt nur in Betracht, wenn dieser konkret geschäftsstörend tätig wird und nur durch seine Entfernung ein Schaden von der Gesellschaft abgewendet werden kann<sup>534</sup>. Der Erwerb eigener Aktien eignet sich daher nur insoweit als präventive Abwehrmaßnahme, als Belegschaftsaktien ausgegeben werden (§ 71 Abs 1 Z 2 dAktG/§ 65 Abs 1 Z 4 öAktG), da davon ausgegangen werden kann, dass die Mitarbeiter bei

---

<sup>526</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 264; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 66.

<sup>527</sup> RegBegr BT-Dr 14/7034, 58; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 92; Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (268); Krause, AG 2002, 133 (144): „Standardrepertoire der Übernahme prophylaxe“.

<sup>528</sup> Maßnahme der Geschäftsführung: Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 75; zur österreichischen Rechtslage: Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 381.

<sup>529</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 109.

<sup>530</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 111.

<sup>531</sup> Merkt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 71 Rz 179: „Baisseangriff“; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 50; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 381.

<sup>532</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 17; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 381.

<sup>533</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 47; Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 105.

<sup>534</sup> Merkt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 71 Rz 172; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 18.

einer späteren feindlichen Übernahme eher der Argumentation des Vorstands der Zielgesellschaft folgen werden.

Zu berücksichtigen ist, dass die Gesellschaft die Bestände an eigenen Aktien in die Bilanz aufzunehmen hat (§§ 266, 272 HGB/ §§ 224, 229 UGB) und die Erwerbsgeschäfte im Anhang aufschlüsseln muss (§ 160 Abs 1 Z 2 dAktG/§ 240 Z 3 UGB).

#### **4.1.5.1 Zweckneutraler Erwerb**

Zusätzliche Handlungsspielräume zur präventiven Übernahmeabwehr erhält der Vorstand, wenn die Hauptversammlung nach § 71 Abs 1 Z 8 dAktG/§ 65 Abs 1 Z 8 öAktG eine Ermächtigung zum zweckneutralen Erwerb eigener Aktien beschließt. Für die DAX-Unternehmen liegen durchgängig solche Ermächtigungen vor, insbesondere zur Bedienung von Aktienoptionen und Wandelanleihen<sup>535</sup>, auch in Österreich erfreut sich die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien zunehmender Beliebtheit<sup>536</sup>. Der Vorstand kann von der Ermächtigung für die Dauer von fünf Jahren<sup>537</sup>/ 30 Monaten<sup>538</sup> bis zur Höhe von 10% des Grundkapitals Gebrauch machen (§ 71 Abs 1 Z 8 dAktG/§ 65 Abs 2 öAktG). Zu beachten ist, dass § 65 Abs 1 Z 8 öAktG nur für börsennotierte Aktiengesellschaften gilt, während die parallele Regelung in § 71 Abs 1 Z 8 dAktG für alle Aktiengesellschaften anwendbar ist. Erstmals wird damit im österreichischen Recht zwischen kapitalmarktfremden und börsennotierten Gesellschaften differenziert<sup>539</sup>.

Obwohl aufgrund der Ermächtigung dem Erwerb eigener Aktien nach hM kein konkreter Zweck zugrunde liegen muss<sup>540</sup>, kann die Hauptversammlung „Zweckvorgaben“ beschließen<sup>541</sup>. Teilweise wird verlangt, dass der Aktienerwerb betriebswirtschaftlich begründet sein muss, was jedoch nur insofern zutreffend ist, als der Vorstand bei Vornahme des Rückkaufs an das Unternehmenswohl gebunden ist; im Zeitpunkt der Ermächtigung durch die Hauptversammlung ist eine Begründung nicht notwendig, aber auch nicht unzulässig<sup>542</sup>.

---

<sup>535</sup> *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 289.

<sup>536</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 395; siehe <http://www.bwa.at/news/aktienrueckerwerb.html> (30.8.2010)

<sup>537</sup> Mit Art 1 Z 6 a ARUG eingeführt: *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 71 Rz 19e.

<sup>538</sup> nNch AktRÄG 2009.

<sup>539</sup> *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 49; nach AktRÄG 2009 auch hinsichtlich der Teilnahmeberechtigung an der Hauptversammlung nach § 111 und § 112 öAktG.

<sup>540</sup> *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 52; *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 395;

*Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 206; *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 138.

<sup>541</sup> *Merkt*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 71 Rz 266.

<sup>542</sup> *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 52.

Die Umsetzung der Ermächtigung liegt in der Zuständigkeit des Vorstands, der jeden beliebigen Zweck mit dem Erwerb eigener Aktien verfolgen kann, soweit nicht ein Verbotstatbestand aus anderen Gründen gegeben ist<sup>543</sup>. Aktienrückkaufprogramme werden initiiert, um eine Unterbewertung auszugleichen, da dem Markt verdeutlicht wird, dass das Management den Wert der Aktie höher ansetzt („signaling-Effekt“)<sup>544</sup>, aber auch um eine Akquisitionswährung zu beschaffen oder überschüssige Liquidität an die Aktionäre auszuschütten<sup>545</sup>. Zur kontinuierlichen Kurspflege ist der Erwerb eigener Aktien hingegen nicht zulässig<sup>546</sup>.

Da keine inhaltlichen Einschränkungen des Rückerwerbszwecks bestehen<sup>547</sup>, können auch künftige Übernahmeangebote erschwert<sup>548</sup> oder lästige Aktionäre aufgekauft werden<sup>549</sup>.

Werden die Aktien über die Börse oder durch ein öffentliches Angebot erworben, so ist auch der Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre gewahrt<sup>550</sup>. Die verstärkte Nachfrage am Markt kann zu einem höheren Börsenkurs führen und die Attraktivität des Übernahmeangebots beeinträchtigen<sup>551</sup>. Zudem verringert sich die Anzahl der gehandelten Anteile, was die Erfolgsaussichten der Übernahme für den Bieter beeinträchtigt<sup>552</sup>; vorteilhaft für den Bieter ist aber auch, dass sich die Zahl der für einen Kontrollerwerb benötigten Aktien reduziert, da der Zielgesellschaft aus den erworbenen eigenen Aktien nach § 71 b dAktG/§ 65 Abs 5 öAktG kein Stimmrecht zusteht<sup>553</sup>. Darüber hinaus sind nach hM eigene Aktien der Zielgesellschaft vom Grundsatz des Vollangebots nach analoger Anwendung von § 35 Abs 2 Satz 3 WpÜG/§ 22 Abs 6 ÜbG ausgenommen<sup>554</sup>.

---

<sup>543</sup> Merkt, Aktiengesetz Großkommentar<sup>4</sup> § 71 Rz 17; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 56; Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 207.

<sup>544</sup> Böhm, Der Rückkauf eigener Aktien und Übernahmetransaktionen, in von Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 327 (335).

<sup>545</sup> Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 65 Rz 8.

<sup>546</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 191.

<sup>547</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 192.

<sup>548</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 132; Bayer, ZGR 2002, 588 (592); Michalski, AG 1997, 152 (154); Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 56.

<sup>549</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 18.

<sup>550</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 71 Rz 19k; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 63.

<sup>551</sup> Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 28; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 90; einschränkend Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2003) § 33 Rn. 95; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 52; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 61.

<sup>552</sup> Immenga/Noll, Feindliche Übernahmeangebote, 110; Böhm in von Rosen/Seifert, Übernahme 327 (338); Hlawati/Birkner/Graf, ecoloex 2000, 84 (86); als Präventivmaßnahme unzulässig, weil damit eine Einmischung in den Gesellschafterkreis verbunden sei: Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 19.

<sup>553</sup> Zur Abwehr daher ungeeignet nach van Aubel, Vorstandspflichten, 17; Daum, Unkoordinierte Übernahme 176; Kort, FS Lutter (2000) 1421 (1429); Krause, Die geplante Take-over Richtlinie der Europäischen Union mit Ausblick auf das geplante deutsche Übernahmegesetz, NZG 2000, 905 (912); Michalski, AG 1997, 152 (155); Schanz, NZG 2000, 337 (345).

<sup>554</sup> Hasselbach, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 32 Rz 13; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 32 Rz 5; Huber in Huber, Übernahmegesetz § 22 Rz 16.

#### 4.1.5.2 Erwerb eigener Aktien und Übernahmerecht

Ob der Handlungsspielraum des Vorstands beim Erwerb eigener Aktien insoweit eingeschränkt wird, als auch übernahmerechtliche Restriktionen zu berücksichtigen, wird in Deutschland und Österreich unterschiedlich gesehen<sup>555</sup>. Die BaFin hielt zunächst Übernahmerecht für anwendbar, wenn eigene Aktien im Wege eines öffentlichen Rückkaufangebots an die Aktionäre erworben werden; bei einem Ankauf über die Börse sollte es lediglich auf die aktienrechtlichen Vorschriften ankommen<sup>556</sup>. Diese Auffassung wurde in der Literatur kritisch aufgenommen<sup>557</sup>. Nachdem die deutsche Bundesregierung zum Ausdruck gebracht hatte, dass in diesem Fall die Anwendung des WpÜG entbehrlich sei, weil kein besonderes Informationsbedürfnis der Aktionäre der Zielgesellschaft bestehe<sup>558</sup>, geht die BaFin ebenfalls von der Nichtanwendbarkeit des Gesetzes aus<sup>559</sup>. Offen ist, ob sich die Gerichte dieser Rechtsauffassung bei der Anwendung von Einzelnormen, etwa §§ 3 oder 10 ff WpÜG, anschließen werden<sup>560</sup>.

Bejaht wird eine Anwendung des Übernahmerechts auf den Erwerb eigener Aktien allerdings im österreichischen Rechtskreis<sup>561</sup>, weil die Aktionäre auch in diesem Fall zu schützen seien<sup>562</sup>; der Verfassungsgerichtshof hat sich dieser Auffassung angeschlossen<sup>563</sup>. Die sich daran anschließenden offenen Fragen wurden in der österreichischen Literatur aufgegriffen und einer Lösung zugeführt. Regelungen, die die Verschiedenheit von Bieter und Zielgesellschaft voraussetzen (zB Stellungnahmepflicht, Bestellung von zwei Sachverständigen), sind im Wege der teleologischen Reduktion nicht anwendbar<sup>564</sup>. Der Erwerb eigener Aktien muss nicht im Unternehmensinteresse liegen, die Hauptversammlung darf sich dabei von den Aktionärsinteressen leiten lassen<sup>565</sup>; die Veröffentlichungspflichten richten sich nach §§ 5 ff, 15 ÜbG (§ 7 VeröffentlichungsV), auch die wöchentlichen Veröffentlichungen über die Transaktionen nach § 4 VeröffentlichungsV sind für ein

---

<sup>555</sup> ausführlich zur Entwicklung des Meinungsstands: *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 228

<sup>556</sup> BaFin-Jahresbericht 2002, Teil A, 172.

<sup>557</sup> *Koch*, Der Erwerb eigener Aktien - kein Fall des WpÜG, NZG 2003, 61.

<sup>558</sup> BT-Dr 16/1541 11.

<sup>559</sup> BaFin-Bekanntmachung vom 9.8.2006, abrufbar unter: [www.bafin.de/bekanntmachungen/060809.htm](http://www.bafin.de/bekanntmachungen/060809.htm); so auch hM in der Literatur: *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 71 Rz 19 k.

<sup>560</sup> *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 230.

<sup>561</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 403.

<sup>562</sup> Stellungnahme GZ 1999/2/4-7 des 2. Senats der Übernahmekommission.

<sup>563</sup> VfGH vom 12. 12. 2000, B 2010/99-10 unter II 2. 1; abrufbar unter <http://www.takeover.at/home/VfGH-Volltext.pdf> (30.8.2010)

<sup>564</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 56;

*Winner/Gall*, Ein Jahr Übernahmerecht – Die ersten Entscheidungen, wbl 2000, 1 (3).

<sup>565</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 219.

öffentliches Angebot nicht anwendbar, weil für den Erwerb eigener Aktien ein Fixpreis angegeben wird<sup>566</sup>.

Für die unterschiedlichen Auffassungen über die Anwendbarkeit des Übernahmerechts bei Erwerb eigener Aktien im Wege des öffentlichen Angebots bestehen jeweils gewichtige Argumente. Gegen die Anwendbarkeit des Übernahmerechts spricht, dass der Gesetzgeber das grundsätzliche Verbot des Erwerbs eigener Aktien bei bestimmten Erwerbsanlässen durchbrochen und damit zum Ausdruck gebracht hat, dass er die damit verfolgten Zwecke als wirtschaftlich sinnvoll billigt und unterstützt. Die Erreichung dieses Zieles kann aber durch die Anwendung des Übernahmerechts infrage gestellt werden. Die österreichische Auffassung berücksichtigt hingegen, dass aus Sicht eines konsequenten Anlegerschutzes die Person des Bieters unerheblich ist, im Gegenteil bestehen wegen des stark ausgeprägten Informationsgefälles besondere Gefahren für die Aktionäre<sup>567</sup>.

Die Unterschiede zwischen deutschem und österreichischem Recht spielen jedoch nur dann eine Rolle, wenn der Erwerb über ein öffentliches Angebot erfolgt. Dieser Weg wird jedoch nur beschritten, wenn die Gesellschaft innerhalb eines kurzen Zeitraums eine größere Anzahl von Aktien erwerben will. In der Praxis ist der Erwerb über die Börse der mit Abstand am häufigsten gewählte Weg zur Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms. Nach einer offiziellen Ankündigung des Rückkaufs erfolgt die Beschaffung anonym und langfristig über den Kapitalmarkt, da eine kurzfristige Durchführung den Aktienkurs unverhältnismäßig verteuern würde.

## **4.2 *Eigenständige Maßnahmen des Vorstands***

Der Vorstand einer potenziellen Zielgesellschaft kann in eigener Kompetenz unerwünschte Bieter in erster Linie durch solche Maßnahmen abschrecken, die „auch ohne diesen Abschreckungseffekt bei pflichtgemäßer Unternehmensleitung Sinn machen und im Interesse der Zielgesellschaft liegen, insbesondere auch alle Maßnahmen zur Steigerung des Unternehmenswertes“<sup>568</sup>. In Frage kommen das Eingehen von Beteiligungen sowie die Strukturierung der Vermögensverhältnisse der Gesellschaft oder die Gestaltung der vertraglichen Beziehungen zu Dritten.

---

<sup>566</sup> Winner, Zielgesellschaft 222.

<sup>567</sup> Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 55.

<sup>568</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (618).

### 4.2.1 Eingehen von Beteiligungen

Erwirbt ein anderes Unternehmen oder ein Investor Anteile an der Zielgesellschaft, so reduziert sich dadurch der Streubesitz, so dass Aktien dem Zugriff eines unerwünschten Bieters entzogen und damit dessen Aussicht auf eine Mehrheits- oder Kontrollbeteiligung verringert werden<sup>569</sup>. Häufig wird durch eine Beteiligung eine strategische Allianz bekräftigt<sup>570</sup>. Sinnvoll ist eine unter 25% liegende Beteiligung, schon eine Beteiligung von 5% kann einen vom Bieter geplanten squeeze-out unmöglich machen<sup>571</sup>. Wesentliche Voraussetzung für eine wirtschaftlich sinnvolle Beteiligung ist die vertrauensvolle Zusammenarbeit zwischen den Vorständen der beteiligten Unternehmen<sup>572</sup>. Die Zielgesellschaft muss darauf vertrauen können, dass der Dritte seine Aktien im Rahmen einer künftigen Übernahme nicht an einen Bieter veräußert und nicht seinerseits ein Übernahmeangebot für Aktien der Zielgesellschaft abgibt<sup>573</sup>. Die Zielgesellschaft muss dann aber auch den Nachteil in Kauf nehmen, dass sich der eigene unternehmerische Handlungsspielraum aufgrund der sich ergebenden Abhängigkeiten verringern kann<sup>574</sup>.

Unter 25% liegende Beteiligungen sind rechtlich unproblematisch und daher weit verbreitet<sup>575</sup>. Wechselseitige Beteiligungen zwischen 25 und 50% sind nach deutschem Recht grundsätzlich zulässig (§ 19 Abs 1 dAktG)<sup>576</sup>. Ist einem der wechselseitig beteiligten Unternehmen die Beteiligung des anderen Unternehmens bekannt, so kann es nach § 328 Abs 1 S 1 dAktG die Rechte aus seinen Anteilen nur noch bis zur Höhe von 25% ausüben (Ausübungssperre)<sup>577</sup>. Die Ausübungssperre greift nicht, wenn das andere Unternehmen die Beteiligung nach § 20 Abs 3 oder § 21 Abs 1 dAktG mitgeteilt hat, bevor ihm selbst eine solche Mitteilung gemacht wurde<sup>578</sup>. Die Beschränkungen aus § 328 dAktG macht den Aufbau wechselseitiger Beteiligungen unattraktiv. Dieser Nachteil lässt sich nur vermeiden, wenn die Beteiligung auf über 50% aufgestockt wird (§ 19 Abs 4 dAktG, qualifizierte

---

<sup>569</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 67; „Verriegelung“ des Aktionärskreises: Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 54.

<sup>570</sup> Kley, Strategische Allianzen als Alternative zu Übernahmen, in von Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 395.

<sup>571</sup> Krause, AG 2002, 133 (140).

<sup>572</sup> Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84 (86).

<sup>573</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 67.

<sup>574</sup> Röh/Vogel, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> vor §§ 33 ff Rz 86; Schanz, NZG 2007, 927 (931).

<sup>575</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 19 Rz 7.

<sup>576</sup> Schanz, Börseneinführung<sup>3</sup> § 20 Rz 64.

<sup>577</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 19 Rz 42.

<sup>578</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 19 Rz 43.

wechselseitige Beteiligung). Dann aber muss die abhängig gewordene Gesellschaft nach § 71 d dAktG ihre Beteiligung auf 10% reduzieren<sup>579</sup>.

Grundsätzlich zulässig sind auch ringförmige Beteiligungen, bei denen mehrere Unternehmen untereinander Beteiligungen halten, wobei das Unternehmen vom Ende einer Beteiligungskette sich seinerseits an dem Unternehmen beteiligt, von dem die Beteiligungskette ihren Ausgang genommen hat. Ringförmige Beteiligungen fallen nicht in den Regelungsbereich der §§ 19, 328 dAktG<sup>580</sup>, obwohl sie vergleichbare Gefahren bergen wie wechselseitige Beteiligungen<sup>581</sup>.

Eine wechselseitige Beteiligung der Zielgesellschaft mit einem abhängigen Unternehmen verstößt gegen § 71d S 2 dAktG, der Aktienerwerb wäre nur zur Abwehr eines unmittelbar drohenden Schadens im Sinne von § 71 Abs 1 Z 1 dAktG zulässig<sup>582</sup>. Die Beteiligung könnte aber bei einer abhängigen Gesellschaft nur „geparkt“ und von dieser wirksam im Falle eines Übernahmeangebots an einen nicht veräußerungswilligen Dritten übertragen werden, da die Unzulässigkeit nach § 71 d dAktG nicht die dingliche Wirksamkeit der Übertragung berührt (§ 71d S 4 iVm § 71 Abs 4 dAktG)<sup>583</sup>. Sind in der Beteiligungskette abhängige Gesellschaften verbunden, so werden der herrschenden Gesellschaft die Anteile der abhängigen Gesellschaft zugerechnet<sup>584</sup>.

Obwohl im österreichischen Aktienrecht wechselseitige Beteiligungen nicht geregelt sind, wird überwiegend die Auffassung vertreten, dass diese im Rahmen der §§ 65 ff öAktG zulässig sind<sup>585</sup>. Nach früheren Kommentarmeinungen wurden wechselseitige Beteiligungen als unzulässig angesehen wegen befürchteter Konflikte mit dem Kapitalschutz<sup>586</sup>. Für die teilweise vertretene Auffassung, dass die Zulässigkeit von bestimmten Beteiligungsquoten abhängt<sup>587</sup>, findet sich im Gesetz nur insoweit eine Stütze, als verbundene Unternehmen im Beteiligungskreis involviert sind (10%-Grenze nach §§ 66, 65 öAktG). Gegen die

---

<sup>579</sup> *Grunewald*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 328 Rz 1.

<sup>580</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 108.

<sup>581</sup> *Grunewald*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 328 Rz 1.

<sup>582</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 106.

<sup>583</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 68.

<sup>584</sup> *Krause*, AG 2002, 133 (140).

<sup>585</sup> *Kastner/Doralt/Nowotny*, Grundriss<sup>5</sup> 34; *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 66 Rz 26 (29); *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 71d Rz 78; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 66 Rz 29.

<sup>586</sup> *Jabornegg* in *Schiemer/Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>3</sup> § 66 Rz 9.

<sup>587</sup> Allerdings nur für die GmbH: *Doralt*, Die wechselseitige Beteiligung im Gesellschaftsrecht, ÖStZ 1977, 48; *Nowotny*, Wechselseitige Beteiligungen, RdW 1986, 303.

Unzulässigkeit wechselseitiger Beteiligung spricht schon, dass ansonsten ein Anwendungsbereich für § 66 öAktG nicht gegeben wäre<sup>588</sup>.

Beim originären Erwerb einer wechselseitigen Beteiligung muss aber geprüft werden, ob den beteiligten Gesellschaften tatsächlich neues Vermögen zugeführt wird und ob das Gebot der realen Kapitalaufbringung beachtet wurde<sup>589</sup>. Bei Beteiligungen von Mutter- und Tochtergesellschaften (§ 228 Abs 3 UGB) oder Schwestergesellschaften gilt die Beschränkung der Beteiligungsquoten aus Kapitalschutzgründen zwingend auch für ringförmige Beteiligungen<sup>590</sup>. Wegen der fehlenden gesetzlichen Grundlagen verbleiben dennoch bei wechselseitigen und ringförmigen Beteiligungen offene Fragen, die durch gesetzgeberische Aktivität beseitigt werden könnten<sup>591</sup>. Eine Ausübungssperre wie nach § 328 dAktG ist im österreichischen Recht nicht vorgesehen und kann auch nicht durch Auslegung „hinein interpretiert“ werden.

Durch das Eingehen von Beteiligungen kann sich eine potenzielle Zielgesellschaft wirksam dem Markt für Unternehmenskontrolle entziehen<sup>592</sup>. Dies setzt jedoch voraus, dass die Beteiligung für beide Seiten betriebswirtschaftlich sinnvoll ist, wozu zumindest die Rendite ausreichend sein muss, um die Kapitalbindungskosten zu kompensieren. Ein nicht betriebswirtschaftlich begründbarer Beteiligungserwerb, der nur zur präventiven Abwehr einer feindlichen Übernahme dienen soll, kann die Zielgesellschaft schädigen.

#### **4.2.2 Sicherungs-GmbH/Abwehrholding**

Mehrere Unternehmen, die jeweils feindliche Übernahmen befürchten, könnten eine gemeinsame Gesellschaft gründen, deren Aufgabe es ist, bei Auftreten eines Bieters an ein Gesellschafter-Unternehmen ein Konkurrenzangebot abzugeben. Solche Konstruktionen sind jedoch nicht unproblematisch: einerseits besteht zu Lasten der eigenen Ertragskraft ein hoher (Eigen-)Kapitalbedarf, damit ein Übernahmeangebot auch tatsächlich abgewehrt werden kann; andererseits ist fraglich, ob die Beteiligung an einer Sicherungs-GmbH/Abwehrholding vom Unternehmensgegenstand der Gesellschaft gedeckt ist; schließlich ergeben sich aktienrechtliche Probleme, da die Zielgesellschaft über ihre Beteiligung an der Sicherungs-

---

<sup>588</sup> Karollus in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 66 Rz 26.

<sup>589</sup> Karollus in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 66 Rz 26.

<sup>590</sup> Kalss in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 66 Rz 32.

<sup>591</sup> Karollus in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 66 Rz 30.

<sup>592</sup> Adams, Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“, AG 1994, 148 (153).

GmbH eigene Aktien halten könnte<sup>593</sup>. Eine solche Maßnahme dürfte daher keine praktische Relevanz haben und lediglich auf Einzelfälle beschränkt sein<sup>594</sup>. Der Vorstand kann allenfalls anregen, dass loyale Aktionäre einen Abwehrpool errichten<sup>595</sup>.

### 4.2.3 Börsengang von Tochterunternehmen

Eine potenzielle Zielgesellschaft kann auch dadurch eine Übernahme erschweren, dass Aktien einer Tochtergesellschaft an der Börse eingeführt werden<sup>596</sup>. Behält die Zielgesellschaft nur einen Minderheitsanteil an der Tochtergesellschaft, so wird es für einen Bieter schwer sein, Strukturentscheidungen bei der Tochtergesellschaft zu treffen. Bleibt die Zielgesellschaft mehrheitlich an der Tochtergesellschaft beteiligt, so wäre ein Bieter grundsätzlich verpflichtet, auch für die börsennotierte Tochter ein Übernahmeangebot zu stellen (§ 35 Abs 1 WpÜG/§ 22 Abs 1 ÜbG)<sup>597</sup>, was zu höheren Übernahmekosten führt<sup>598</sup>. Selbst wenn die Muttergesellschaft nur zu 30% an der Tochter beteiligt ist, kann eine mittelbare Kontrollenerlangung des Bieters gegeben sein<sup>599</sup>. Allerdings besteht auf Antrag die Möglichkeit, dass der Bieter vom Pflichtangebot befreit wird. Dies ist nach § 9 WpÜG-AV/§ 24 ÜbG möglich, wenn zB ein Dritter eine höhere Beteiligung hält oder wenn nicht zu erwarten ist, dass der Bieter über mehr als 50% der in der Hauptversammlung vertretenen Stimmrechte verfügen wird. Nach § 9 Satz 2 Z 3 WpÜG-AV/§ 25 Abs 1 Z 1 ÜbG besteht bei Erlangung einer mittelbaren kontrollierenden Beteiligung keine Angebotspflicht, wenn der Buchwert der unmittelbaren Beteiligung an der Zielgesellschaft weniger als 20%/weniger als 25% des buchmäßigen Nettoaktivvermögens des die unmittelbare Beteiligung haltenden Rechtsträgers beträgt. Sind jedoch die Vermögensinteressen der Aktionäre gefährdet, so kommt eine Befreiung nicht in Betracht, da § 9 WpÜG-AV eine „Kann-Bestimmung“ für die BaFin ist und nach § 25 Abs 2 ÜbG die Übernahmekommission die Stellung eines Pflichtangebots anordnen oder die Entscheidung von der Erfüllung von Bedingungen oder Auflagen abhängig machen kann.

Wegen der möglichen Befreiung vom Pflichtangebot ist der Börsengang einer Tochtergesellschaft als präventive Abwehrmaßnahme nur von geringer praktischer Relevanz.

---

<sup>593</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 255; Krause, AG 2002, 133 (139).

<sup>594</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (597); Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 255;

Röh/Vogel, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> vor §§ 33 ff Rz 90.

<sup>595</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 273.

<sup>596</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 276; Bayer, ZGR 2002, 588 (595).

<sup>597</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 35 Rz 25; Dregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 184.

<sup>598</sup> Röh/Vogel, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> vor §§ 33 ff Rz 72.

<sup>599</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 35 Rz 26.

Es wäre zudem verfehlt, in jedem Börsengang einer Tochtergesellschaft eine Abwehrmaßnahme zu erblicken<sup>600</sup>; die Kosten des Börsengangs und das Platzierungsrisiko lassen sich betriebswirtschaftlich nur rechtfertigen, wenn Kapital für weiteres Wachstum beschafft werden soll<sup>601</sup> oder die Muttergesellschaft sich auf das Kerngeschäft fokussieren will<sup>602</sup>. Durch die Börseneinführung der Tochter kann sich aber das Übernahmerisiko für die Muttergesellschaft erhöhen, da ein Bieter die daraus zufließenden Finanzmittel im Rahmen seiner Konzernfinanzierung einsetzen kann.

#### 4.2.4 Veräußerung von Gesellschaftsvermögen

Der Vorstand der Zielgesellschaft kann wesentliche Vermögensgegenstände oder Beteiligungen veräußern, die für einen potenziellen Bieter von besonderem Interesse sein können, zB weil dann erwartete Synergieeffekte nicht erzielt werden können<sup>603</sup>. Als wesentlich können Vermögensgegenstände angesehen werden, deren Wert 10% der Bilanzsumme oder 10% der Marktkapitalisierung der Zielgesellschaft übersteigt; handelt es sich um einen Betriebsteil, so ist dieser wesentlich, wenn ihm mehr als 10% des Betriebsergebnisses der Zielgesellschaft zuzurechnen sind<sup>604</sup>.

Soweit Gesellschaftsvermögen in Form von nicht notwendigem Betriebsvermögen oder Beteiligungen veräußert wird, zB weil sich das Unternehmen auf das Kerngeschäft konzentrieren möchte, erfolgt dies im Rahmen einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung und ist aktienrechtlich unbedenklich. Diese Maßnahme führt nicht zu einer Verringerung des Unternehmenswerts, da der nach kaufmännischen Methoden ermittelte Kaufpreis der Gesellschaft zufließt<sup>605</sup>. Der Vorstand der Zielgesellschaft kann Vermögensgegenstände auch auf eine Tochtergesellschaft übertragen, an der ein Dritter beteiligt ist (Joint Venture). Dann besteht bei einer Übernahme für den Bieter nur eine eingeschränkte Zugriffsmöglichkeit auf diese Wirtschaftsgüter; die Zielgesellschaft kann so an Attraktivität für einen Bieter verlieren. Wird darüber hinaus dem Mitgesellschafter an der Tochter im Falle eines feindlichen Übernahmeversuchs die Option eingeräumt, die Tochter zu erwerben („asset lock-up“), so kann die Zielgesellschaft für einen Bieter völlig uninteressant werden<sup>606</sup>, wenn von der

---

<sup>600</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 277.

<sup>601</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 277; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 76; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 289.

<sup>602</sup> Krause, AG 2002, 133 (143).

<sup>603</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 58; van Aubel, Vorstandspflichten 21.

<sup>604</sup> In Anlehnung an Note 2 Rule 21.1 City Code: Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 98; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 30.

<sup>605</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 75.

<sup>606</sup> Krause, AG 2002, 133 (134); Denzel, Neutralitätspflicht 71.

Option Gebrauch gemacht wird<sup>607</sup>. Die Veräußerung von Vermögensgegenständen ist allerdings nur dann als Präventivmaßnahme geeignet, wenn es dem Bieter gerade hierauf ankommt, was sich allerdings erst aus der Angebotsunterlage ergeben wird<sup>608</sup>. Zu berücksichtigen ist, dass die Gesellschaft durch die Veräußerung von Vermögen auch unternehmerische Handlungsfähigkeit verlieren kann<sup>609</sup> und bei Aufdeckung stiller Reserven höhere Ertragssteuern abzuführen hat. Daher wird es nur ausnahmsweise sinnvoll sein, „vorsorglich“ bedeutsame Vermögensgegenstände oder Beteiligungen zu veräußern.

Es stellt sich darüber hinaus die Frage, ob in besonders gelagerten Fällen die Veräußerung von Gesellschaftsvermögen, die grundsätzlich in die Kompetenz des Vorstands fällt<sup>610</sup>, der Zustimmung durch die Hauptversammlung bedarf<sup>611</sup>. Nach der „Holzmüller“-Entscheidung des BGH<sup>612</sup> gibt es grundlegende Entscheidungen, die so tief in die Mitgliedsrechte und die Vermögensinteressen der Aktionäre eingreifen, dass eine Beschlussfassung durch die Hauptversammlung hierfür notwendig ist; konkret sollte dies der Fall sein, wenn ein Betrieb als wertvollster Teil des Gesellschaftsvermögens auf eine zu diesem Zweck errichtete Tochtergesellschaft ausgegliedert werden soll. Das deutsche Schrifttum fand zur „Holzmüller“-Entscheidung keine einheitliche Linie<sup>613</sup>. Mit den nachfolgenden „Gelatine“-Entscheidungen<sup>614</sup> hat der BGH jedoch ausgeführt, dass die Zustimmung durch die Hauptversammlung nur in Ausnahmefällen erforderlich ist, was überwiegend begrüßt wurde<sup>615</sup>. Während der OGH<sup>616</sup> ausdrücklich offen gelassen hat, ob er der „Holzmüller“-Judikatur des BGH folgen würde, stimmte das österreichische Schrifttum nach intensiver Befassung grundsätzlich zu<sup>617</sup>. Eine Mitwirkung der Hauptversammlung bei Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes kommt daher nur in Betracht, wenn grundlegende Rechte der Aktionäre betroffen sind, „vergleichbar den Entscheidungen über die Ausrichtung der Gesellschaft oder dem Abschluss von Unternehmensverträgen,

---

<sup>607</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 76.

<sup>608</sup> Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 36.

<sup>609</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 76.

<sup>610</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 4.

<sup>611</sup> Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht 3/688; Kubis, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 119 Rz 64.

<sup>612</sup> BGHZ 83, 122 (159).

<sup>613</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 119 Rz 17.

<sup>614</sup> Entscheidungen vom 26.04.2004, II ZR 154/02 und 155/02, in ZIP 2004, 993 und AG 2004, 384.

<sup>615</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 37 (FN 9); Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 119 Rz 18; Fleischer, Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: Von „Holzmüller“ zu „Gelatine“, NJW 2004, 2335.

<sup>616</sup> Entscheidung vom 11. 3. 1996, 1 Ob 566/95 GesRZ 1997, 46.

<sup>617</sup> Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht 3/688; Bachner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 103 Rz 28 (39).

Spaltungen oder Umwandlungen“<sup>618</sup>. Übertragende wirtschaftliche Bedeutung kommt den Konzernbildungsmaßnahmen zu, etwa die Ausgliederung von Unternehmensteilen in Tochtergesellschaften. Aufgrund der Nähe zu Strukturmaßnahmen und Satzungsänderungen bedürfen derartige Maßnahmen eines Beschlusses der Hauptversammlung mit einer ¾-Mehrheit des vertretenen Grundkapitals<sup>619</sup>.

Es bleiben viele Fragen offen: nicht eindeutig geklärt ist, welche Maßnahmen in die ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit fallen<sup>620</sup>, insbesondere ob auch der Erwerb von Unternehmensbeteiligungen oder sonstigen Vermögenswerten der Zustimmung durch die Hauptversammlung bedarf und welcher prozentuale Anteil des Gesellschaftsvermögens davon betroffen sein muss<sup>621</sup>. Hinsichtlich der quantitativen Voraussetzungen besteht ein breites Meinungsspektrum; nach den vom BGH entschiedenen Fällen wird die Schwelle wohl bei mindestens 75% des Vermögens oder des Umsatzes anzusetzen sein<sup>622</sup>. Zudem kann davon ausgegangen werden, dass sich die ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit in erster Linie auf Konzernbildungsmaßnahmen bezieht und es auf die Frage ankommt, ob es durch die Maßnahme des Vorstands tatsächlich „zu einer Mediatisierung des Aktionärsinflusses“, also zu einer Verkürzung der mitgliedschaftlichen Herrschaftsrechte kommt<sup>623</sup>.

Der Vorstand ist daher im Regelfall nicht daran gehindert, Gesellschaftsvermögen in eigener Kompetenz zu veräußern, sofern es sich nicht um den einzig werthaltigen Vermögensgegenstand handelt<sup>624</sup>. Zu berücksichtigen ist ferner, dass ein Rechtsgeschäft auch dann rechtswirksam zustande kommt, wenn die ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung nicht beachtet wird<sup>625</sup>.

#### **4.2.5 Besondere Gestaltungsformen bei Dauerschuldverhältnissen**

Auch in Verträgen mit Dritten können Regelungen getroffen werden, die im Falle eines Kontrollwechsels eine Behinderung für den Bieter darstellen<sup>626</sup>, insbesondere wenn bei Dauerschuldverhältnissen eine vorzeitige Fälligkeit von Leistungen oder auch

---

<sup>618</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 37.

<sup>619</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 38.

<sup>620</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 62.

<sup>621</sup> Marsch-Barner in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch<sup>2</sup> § 31 Rz 32; Groß, Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, AG 1994, 266.

<sup>622</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 119 Rz 18b.

<sup>623</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 63.

<sup>624</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 119 Rz 18a.

<sup>625</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 119 Rz 16; Pentz in Fleischer, Handbuch § 17 Rz 150; Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht 3/690.

<sup>626</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 114; Krause, AG 2002, 133 (143).

Kündigungsrechte vorsehen sind (Change-of-Control-Klausel)<sup>627</sup>. Solche Klauseln gehören zB im Kreditgeschäft zum Marktstandard<sup>628</sup>, werden aber auch bei „Joint-Ventures“ vereinbart<sup>629</sup>. Insbesondere in Kreditverträgen mit Banken kann eine vorzeitige Fälligkeit bei Bonitätsverschlechterungen des Darlehensnehmers vereinbart sein. Eine Verschlechterung der Bonität kann auch dadurch eintreten, dass die Zielgesellschaft in einen Konzern eingebunden wird, der ein niedrigeres Rating aufweist<sup>630</sup>. Zulässig ist eine solche Klausel, wenn sie auf die Initiative des Vertragspartners zurückgeht und hierfür ein legitimes Interesse besteht<sup>631</sup>; unzulässig ist die Klausel, wenn sie nur zur Abwehr einer späteren Übernahme in den Vertrag aufgenommen wurde<sup>632</sup>. Eine automatische Fälligkeitstellung mit sofortiger Rückzahlungspflicht dürfte das Sicherungsinteresse des Darlehensgebers in der Regel übersteigen. Üblicherweise wird der Darlehensnehmer lediglich verpflichtet, „dafür einzustehen, dass die gegenwärtigen Gesellschafterverhältnisse ... unverändert bleiben“ und anderenfalls „mit der Bank eine für beide Seiten zufrieden stellende Einigung über die Fortsetzung des Darlehens zu veränderten Konditionen, zB hinsichtlich der Verzinsung, der Besicherung oder sonstiger Absprachen, vor Eintritt eines solchen Umstandes zu erzielen“<sup>633</sup>.

Von Nachteil ist, dass eine Change-of-Control-Klausel auch bei einer freundlichen Übernahme greift und diese nicht nachträglich vom Vorstand der Zielgesellschaft einseitig aufgehoben werden kann. Zudem sind solche Klauseln nach § 289 Abs 4 Z 8 HGB/§ 243a Z 8 UGB - sofern der Gesellschaft daraus keine Nachteile entstehen - im Lagebericht der Gesellschaft aufzuführen, so dass ein Bieter hiervon zumindest nicht überrascht werden kann. Deshalb dürften Change-of-Control-Klauseln nur dann ein Übernahmeangebot verhindern, wenn der Bieter nicht in der Lage wäre, mit anderen Vertragspartnern entsprechende Verträge zu schließen.

#### **4.2.6 Erwerb von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen**

Erwirbt die Zielgesellschaft andere Unternehmen oder wertvolle Beteiligungen, so kann sich der Aktienkurs erhöhen und die Finanzierung der Übernahme für den Bieter erschwert

---

<sup>627</sup> Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 279.

<sup>628</sup> Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 279.

<sup>629</sup> siehe: Geschäftsbericht 2008 der Daimler AG, unter:

<http://ar2008.daimler.com/reports/daimler/annual/2008/gb/German/30102060/change-of-control-klauseln.html> (30.8.2010).

<sup>630</sup> Krause, AG 2002, 133 (143) - „poison debt“.

<sup>631</sup> hM, siehe Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 77; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG § 33 Rz 72; Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 278; Cramer, Change of control-Klauseln im deutschen Unternehmensrecht (2008) 217.

<sup>632</sup> Cramer, Change of control-Klauseln 218.

<sup>633</sup> Lwowski/Wunderlich in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>3</sup> (2007) Rz 179.

werden. Eine vorhandene hohe Liquidität kann die Zielgesellschaft in eine Unternehmensbeteiligung investieren und so ein Übernahmeangebot für einen Finanzinvestor, der gerade am free cash flow interessiert ist, unwahrscheinlich machen.

Durch den Erwerb von Unternehmen oder Beteiligungen kann die Zielgesellschaft für den Bieter außerdem kartellrechtliche Probleme schaffen, etwa wenn ein Wettbewerbsverhältnis zu dem Bieter besteht<sup>634</sup>; denkbar sind auch aufsichtsrechtliche Hürden zB bei Banken und Versicherungen. Der Bieter muss dann für den Fall des erfolgreichen Übernahmeangebots mit einer Untersagung des Erwerbs der Zielgesellschaft rechnen und wird daher eher geneigt sein, von einem Übernahmeangebot Abstand zu nehmen. Zu bedenken ist aber, dass im Einzelfall auch Ausnahmegenehmigungen (etwa Genehmigung eines Zusammenschlusses durch das Bundeskartellamt unter Auflagen) möglich sind<sup>635</sup>.

#### 4.2.7 Sonstige Maßnahmen („poison pills“)

In den USA gehören „poison pills“ zu den meistgenutzten Verteidigungsmaßnahmen<sup>636</sup>. In erster Linie werden hierzu seitens der Gesellschaft den Altaktionären besondere Rechte eingeräumt, die dem Erwerber nicht zustehen sollten<sup>637</sup>. So könnten Aktien der Zielgesellschaft zu einem niedrigen Preis an die Aktionäre ausgegeben werden, wenn der Bieter eine bestimmte Beteiligungsquote erreicht hat, dieser aber vom Bezug ausgeschlossen wird („Flip-in“); auch wurde den Aktionären der Zielgesellschaft das Recht eingeräumt, Aktien an einer nach einem Zusammenschluss neu entstandenen Gesellschaft zu einem Vorzugspreis zu erwerben („Flip-over“)<sup>638</sup>. Solche Maßnahmen verstoßen schon gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre und sind daher in Deutschland und Österreich aktienrechtlich nicht zulässig<sup>639</sup>.

Die Vereinbarung hoher Abfindungszahlungen an den Vorstand für den Fall eines vorzeitigen Ausscheidens wegen eines Kontrollwechsels („Golden Parachutes“) ist als präventive Abwehrmaßnahme ungeeignet, da die Abfindung im gesetzlich zulässigen Rahmen gar nicht

---

<sup>634</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 32; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 101.

<sup>635</sup> Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (269).

<sup>636</sup> Weisner, Verteidigungsmaßnahmen 26.

<sup>637</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 74; Hauschka/Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, 181 (189).

<sup>638</sup> Daum, Unkoordinierte Übernahme 180; Weisner, Verteidigungsmaßnahmen 21; Weimar/Breuer, International verwendete Strategien der Abwehr feindlicher Übernahmeveruche im Spiegel des deutschen Aktienrechts, BB 1991, 2309 (2312).

<sup>639</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 33; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 286; Hlawati/Birkner/Graf, eolex 2000, 84 (90).

so hoch ausfallen kann, dass sie einen Bieter abschreckt<sup>640</sup> und daher in den seltensten Fällen den Erfolg eines Übernahmeangebots vereiteln kann<sup>641</sup>. Aktienrechtlich sind solche Klauseln grundsätzlich zulässig<sup>642</sup>; werden sie erst nach einem konkret vorliegenden Übernahmeangebot vereinbart, muss von der Unzulässigkeit ausgegangen werden<sup>643</sup>. Bei außergewöhnlich hohen Abfindungsbeträgen kommt aktienrechtlich ein Verstoß gegen den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz nach § 87 dAktG/§ 78 öAktG in Betracht<sup>644</sup>. Auch könnte die Entschließungsfreiheit des Aufsichtsrats durch zu hohe Abfindungsregeln eingeschränkt werden, wenn etwa die Abberufung eines Vorstandsmitglieds in Frage steht; auch dies wäre aktienrechtlich<sup>645</sup> und übernahmerechtlich unzulässig<sup>646</sup>.

### 4.3 Zulässigkeit von Präventivmaßnahmen

Präventive Abwehrmaßnahmen des Vorstands verstoßen nicht gegen die europarechtlichen Grundsätze des freien Kapitalverkehrs (Art 56 EGV) oder der Niederlassungsfreiheit (Art 43, 48 EGV), obwohl ein grundsätzlicher Schutz für die Platzierung von Übernahmeangeboten besteht<sup>647</sup>. Allerdings ist weder eine unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten<sup>648</sup>, noch eine Verpflichtung für die EU-Staaten gegeben, präventive Abwehrmaßnahmen gesetzlich zu untersagen.

Die Zulässigkeit von Maßnahmen der Übernahmeprophylaxe ist ausschließlich aktienrechtlich zu beurteilen<sup>649</sup>, wobei insbesondere das Schädigungsverbot, die Pflicht zur Wahrung des Unternehmensinteresses und das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre zu beachten sind<sup>650</sup>. Pauschal wirkende Abwehrmechanismen werden als unzulässig angesehen,

---

<sup>640</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (597).

<sup>641</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 85.

<sup>642</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 87 Rz 82; Kort, „Change-of-Control“-Klauseln nach dem „Mannesmann“-Urteil des BGH: zulässig oder unzulässig? AG 2006, 106 (108).

<sup>643</sup> BGH NJW 2006, 522 („Mannesmann“).

<sup>644</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 87 Rz 82.

<sup>645</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 84 Rz 21; Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> §§ 75, 76 Rz 83; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 34; Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84 (90).

<sup>646</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 116; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 63; Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1389).

<sup>647</sup> Trautvetter, Verhaltenspflichten 197.

<sup>648</sup> Streinz/Leible, Die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten - Überlegungen aus Anlass von EuGH, EuZW 2000, 468 - Angonese, EuZW 2000, 459.

<sup>649</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 71; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup>, § 33 Rz 40; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 255; Daum, Unkoordinierte Übernahme 139; Dimke/Heiser, Neutralitätspflicht, Übernahmegesetz und Richtlinien vorschlag 2000, NZG 2001, 258; Ebenroth/Daum, DB 1991, 1157; Hirte, ZGR 2002, 623 (627); Hopt, ZGR 1993, 534 (559); ders, FS Lutter (2000) 1361 (1399); Weisner, Verteidigungsmaßnahmen 237; Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 23; Winner, Zielgesellschaft 79.

<sup>650</sup> von Falkenhausen, NZG 2007, 97; Krause, AG 2002, 133 (135); Winter/Harbarth, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG,

da eine derart weitreichende Beeinträchtigung maßgeblicher Aktionärsinteressen „dem Wirkungsbereich des Vorstandes als Wahrer von Fremdinteressen und als Verwalter fremden Vermögens entzogen“ sei<sup>651</sup>; unzulässig seien auch „präventive Extremmaßnahmen“, die eine Gesellschaft zur „uneinnehmbaren Festung“ werden lassen<sup>652</sup> und damit das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot umgangen würde<sup>653</sup>. Als Begründung hierfür kommt eine außerhalb einer konkreten Übernahme-situation bestehende Neutralitätspflicht in Betracht, die zunehmend in der Literatur befürwortet wird<sup>654</sup>.

### 4.3.1 Schädigungsverbot

Präventive Abwehrmaßnahmen können schon dadurch gegen das Schädigungsverbot verstoßen, dass Kosten entstehen oder auch vom Vorstand besondere Risiken eingegangen werden<sup>655</sup>. Da aber das Vermögen einer Aktiengesellschaft kein absolutes Recht ist, in das nicht eingegriffen werden darf, hat der Vorstand Kosten und Ertrag gegeneinander abzuwägen und kann dabei nach einer „Gesamtschau“ durchaus zu dem Ergebnis kommen, dass Vorkehrungen gegen eine feindliche Übernahme erforderlich sind<sup>656</sup>. Wird zur prophylaktischen Abwehr einer Übernahme eine Kapitalerhöhung durchgeführt und junge Aktien bei einem befreundeten Investor platziert, so ist die Gesellschaft nicht geschädigt, da ihr Vermögen um die Einlage erhöht wird<sup>657</sup>.

Eine andere Beurteilung kann sich selbstverständlich dann ergeben, wenn mit der präventiven Abwehrmaßnahme tatsächlich eine dem Unternehmenszweck widersprechende Vermögensminderung für die Gesellschaft verbunden wäre. Eindeutig schädigend und damit unzulässig wäre zB die Veräußerung von Gesellschaftsvermögen unter Wert oder ein betriebswirtschaftlich nicht begründbarer Erwerb von Beteiligungen. Ein Verstoß gegen das Schädigungsverbot läge auch vor, wenn notwendiges Betriebsvermögen veräußert und dann zu objektiv höheren Kosten wieder gemietet oder eine Rückkaufoption vereinbart würde, da

---

ZIP 2002, 1 (15); *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 71; *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 255; *Wolf*, Der Mythos „Neutralitätspflicht“ nach dem Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz, ZIP 2008, 300 (304); *Winner*, Zielgesellschaft 79.

<sup>651</sup> *Terlitzka*, Neutralitätspflicht des Leitungs- oder Verwaltungsorgans der Zielgesellschaft bei „feindlichen“ Übernahmen, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler, 2000, 217 (226); *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 92; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht Band 1 - System § 23 Rz 68; *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 23.

<sup>652</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (4); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (558).

<sup>653</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (4).

<sup>654</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 26; *Kort*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 76 Rz 102; *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 34; *Merkt*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001) 224 (250).

<sup>655</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (15).

<sup>656</sup> *von Falkenhäusen*, NZG 2007, 97 (98).

<sup>657</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 151 (158).

dies zu einer Verteuerung des Vermögensgegenstandes führen kann<sup>658</sup>. Auch die Gründung einer Sicherungs-GmbH kann gegen das Schädigungsverbot verstoßen, wenn die Beteiligung an einer anderen Zielgesellschaft keinen positiven betriebswirtschaftlichen Nutzen hat und nur Finanzierungskosten in erheblicher Höhe anfallen. Würde der Vorstand Maßnahmen ergreifen, die - auch im Zusammenspiel mit Übernahmehindernissen und statuarischen Übernahmehindernissen - die Gesellschaft zu einer „uneinnehmbaren Festung“ werden lässt, so könnte die Gesellschaft durch die Verhinderung einer vorteilhaften Übernahme geschädigt sein. Da in den meisten Fällen ein Schaden nur schwer zu beweisen wäre<sup>659</sup>, ist das Schädigungsverbot als Zulässigkeitsvoraussetzung für präventive Abwehrmaßnahmen nur ein grober Filter<sup>660</sup>.

### 4.3.2 Unternehmensinteresse

Wie jede andere Geschäftsführungsmaßnahme hat der Vorstand auch die Übernahmeprophylaxe am Unternehmensinteresse auszurichten. Außerhalb einer Übernahmesituation ist der Vorstand nach hM verpflichtet, nicht nur die Interessen der Aktionäre sondern auch die Interesse der übrigen Anspruchsgruppen, insbesondere der Arbeitnehmer und der Öffentlichkeit wahrzunehmen<sup>661</sup>. Diese Interessen sind gegeneinander abzuwägen und so weit wie möglich in Einklang zu bringen, eine vorgegebene Rangfolge besteht nicht, bei langfristiger Betrachtung ergibt sich weitgehende „praktische Konkordanz“<sup>662</sup>. An erster Stelle steht aber immer das Wohl des Unternehmens<sup>663</sup>. Sofern Anhaltspunkte für eine spätere Übernahme bestehen, hat der Vorstand auch das Verwertungsinteresse der Aktionäre für den Fall einer späteren Übernahme zu berücksichtigen, zumal diesen in der Abwägung ein „Gewichtungsvorsprung“ eingeräumt werden kann<sup>664</sup>. Liegt eine bestimmte Maßnahme im Unternehmensinteresse, so kann diese umgesetzt werden, auch wenn dadurch eine spätere Übernahme erschwert oder verhindert wird. Verfolgt der Vorstand hingegen ausschließlich oder überwiegend eigennützige Interessen, etwa um seine Ablösung nach einer Übernahme zu verhindern, so ist das Unternehmensinteresse pflichtwidrig nicht beachtet.

---

<sup>658</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 83.

<sup>659</sup> Bürgers/Holzborn, Haftungsrisiken der Organe einer Zielgesellschaft im Übernahmefall, insbesondere am Beispiel einer Abwehrkapitalerhöhung, ZIP 2003, 2273 (2278).

<sup>660</sup> von Falkenhausen, NZG 2007, 97 (98).

<sup>661</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 12.

<sup>662</sup> Hopt, ZGR 2002, 333 (360); Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 19; Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 24.

<sup>663</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 28.

<sup>664</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 12b.

Zweifel bleiben, ob das Unternehmensinteresse für die Ableitung konkreter Pflichten eine taugliche Grundlage bildet<sup>665</sup> und dem Vorstand damit für Maßnahmen, die auch der präventiven Abwehr dienen können, eine hinreichende Leitlinie gegeben wird<sup>666</sup>. Es lässt sich nicht ausschließen, dass der Vorstand das Unternehmensinteresse als vorgeschobenes Argument für die Verfolgung eigennütziger Interessen heranzieht.

### 4.3.3 Treuepflicht

Um feste Grenzen für präventive Abwehrmaßnahmen zu setzen, soll nach einer in der Literatur vertretenen Mindermeinung der Vorstand gegenüber den Aktionären einer besonderen Treuepflicht - als allgemeines Rechtsprinzip des Gesellschaftsrechts - unterworfen sein<sup>667</sup>. Da unbestritten eine Treuepflicht der Aktionäre untereinander besteht<sup>668</sup>, müsse diese auch im Verhältnis Vorstand/Aktionär gelten, denn der Vorstand habe zumindest ebenso viele Möglichkeiten, die Aktionäre zu schädigen, wie dies unter Aktionären gegeben sein kann<sup>669</sup>. Soweit präventive Abwehrmaßnahme die Aktionäre hindern, ihre Anteile bestmöglich zu veräußern, sei ein Verstoß gegen die Treuepflicht des Vorstands gegenüber den Aktionären gegeben<sup>670</sup>.

Die hM in der Literatur sowie die Rechtsprechung lehnen jedoch eine besondere Treuepflicht zwischen Aktionären und Vorstand ab<sup>671</sup>. Den Vorstandsmitgliedern obliegt lediglich eine Vertrauens- und Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft<sup>672</sup>; dass der Vorstand kraft Organstellung Treuhänder für fremde Vermögenswerte und Geschäftschancen ist, hat mit der gesellschaftsrechtlichen Treuebindung nichts zu tun<sup>673</sup>. Daher können die Grenzen für präventive Abwehrmaßnahmen nicht aus einer etwaigen Treuepflicht zwischen Vorstand und Aktionären abgeleitet werden.

---

<sup>665</sup> *Strasser in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 18; *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 71.

<sup>666</sup> *Zöllner*, AG 2003, 1 (7).

<sup>667</sup> *van Aabel*, Vorstandspflichten 130.

<sup>668</sup> *Bungeroth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> Vorbemerkung Rz 19.

<sup>669</sup> *van Aabel*, Vorstandspflichten 139.

<sup>670</sup> *Immenga/Noll*, Feindliche Übernahmen 120.

<sup>671</sup> BGHZ 83, 122 (134); BGHZ 110, 323 (334); RGZ 158, 248 (256); *Fleischer in Fleischer*, Handbuch § 9 Rz 6; *van Aabel*, Vorstandspflichten 128; *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 168.

<sup>672</sup> BGHZ 129, 30 (34) („selbstständige treuhänderische Wahrnehmung fremder Vermögensinteressen“); BGH NJW 2004, 1860 (1863): der Vorstand hat das ihm anvertraute Geld bei seiner Leitungstätigkeit zu verwalten; *Seibt in Schmidt/Lutter*, Aktiengesetz § 76 Rz 7.

<sup>673</sup> *Bungeroth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> Vorbemerkung Rz 22; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 84 Rz 9.

#### 4.3.4 Gleichbehandlungsgrundsatz

§ 53a dAktG/§ 47a öAktG enthält das Gebot, Aktionäre unter gleichen Bedingungen gleich zu behandeln. Hierdurch soll die Mitgliedschaft des Aktionärs vor Eingriffen der Gesellschaftsorgane (Hauptversammlung, Aufsichtsrat, Vorstand) geschützt werden<sup>674</sup>. Die Vorschrift gilt grundsätzlich nur für die Beziehungen zwischen der Aktiengesellschaft und ihren Aktionären<sup>675</sup>. Da Gleichbehandlung von der Aktiengesellschaft geschuldet wird, kann der Aktionär diese nicht von seinen Mitaktionären einfordern<sup>676</sup>.

Das Gleichbehandlungsgebot ist insbesondere zu beachten beim Erwerb und der Veräußerung eigener Aktien und bei Maßnahmen der Kapitalbeschaffung, aber auch bei der Frage der Zustimmungserteilung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien sowie der entgeltlichen Ablösung von Anfechtungsrechten<sup>677</sup>. Die Ausgabe besonderer Titel, mit denen ein Bieter in der Satzung von der Ausübung bestimmter Rechte ausgeschlossen wird, verstößt eindeutig gegen das Gleichbehandlungsgebot<sup>678</sup>. Beschlüsse der Hauptversammlung, die gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz verstoßen, sind anfechtbar<sup>679</sup>. Verstößt der Vorstand gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz, können Aktionäre Ansprüche auf Vornahme einer Handlung oder auf deren Unterlassung geltend machen<sup>680</sup>. Eine Ungleichbehandlung kann im Unternehmensinteresse liegen, ist aber nur gerechtfertigt, wenn die Grundsätze der Geeignetheit, der Erforderlichkeit und der Verhältnismäßigkeit gewahrt sind<sup>681</sup>.

Einzelne präventive Abwehrmaßnahmen können gegen das Gleichbehandlungsgebot verstoßen, insbesondere wenn es um Kapitalbeschaffungsmaßnahmen und den Ausschluss des Bezugsrechts geht; neben der Hauptversammlung kann auch der Vorstand betroffen sein, zB bei der Ausübung von allgemeinen Ermächtigungen der Hauptversammlung oder der Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien. Insoweit stellt der Gleichbehandlungsgrundsatz eine aktienrechtliche Schranke für Präventivmaßnahmen dar; hierdurch kann jedoch nicht verhindert werden, dass der Vorstand aus eigennützigen Gründen Maßnahmen gegen spätere Übernahmen trifft.

---

<sup>674</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 53a Rz 4; Doralt/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 42.

<sup>675</sup> Bungeroth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 6.

<sup>676</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 53a Rz 4.

<sup>677</sup> Bungeroth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 10.

<sup>678</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Hüger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 74.

<sup>679</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 53a Rz 12; Doralt/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 56.

<sup>680</sup> Bungeroth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 31; Doralt/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 57.

<sup>681</sup> Bungeroth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 15.

### 4.3.5 Neutralitätspflicht<sup>682</sup>

Die Frage der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gegen ein Übernahmeangebot wurde vor Inkrafttreten des Übernahmerechts intensiv diskutiert<sup>683</sup>. Ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft auch bei der Implementierung präventiver Abwehrmaßnahmen eine Neutralitätspflicht zu berücksichtigen hat, wurde weder durch Rechtsprechung noch Literatur eindeutig geklärt.

#### 4.3.5.1 Meinungsstand vor Kodifizierung des Übernahmerechts

Dass Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen nur mit Zustimmung der Hauptversammlung zulässig sein sollen, wurde vor der Kodifizierung des Übernahmerechts mit der Neutralitätspflicht des Vorstandes begründet<sup>684</sup>; die Entscheidung über die Annahme eines Übernahmeangebots sollte ausschließlich bei den Aktionären liegen<sup>685</sup>. Nur in besonders gelagerten Fällen sollten Ausnahmen von der Neutralitätspflicht möglich sein<sup>686</sup>, etwa wenn eine Schädigung der Zielgesellschaft zu befürchten war; die Neutralitätspflicht wurde hingegen nicht suspendiert, wenn Umstrukturierungen bis hin zur Liquidation oder eine Abhängigkeit der Gesellschaft mit der Übernahme verbunden waren<sup>687</sup>. Abgeleitet wurde die Neutralitätspflicht aus dem Aktienrecht, wobei § 76 dAktG ebenso herangezogen wurde<sup>688</sup> wie der Gleichbehandlungsgrundsatz<sup>689</sup>, der für Nicht-Aktionäre allerdings nicht anwendbar ist<sup>690</sup>. Der aktienrechtliche Ansatz wurde auch von der hL in Österreich geteilt, insbesondere mit dem Argument, dass der Vorstand keinen Einfluss auf die Zusammensetzung des

---

<sup>682</sup> Terminologisch unscharf, aber etabliert, so dass - auch zur Abgrenzung vom Verhinderungsverbot - daran festgehalten wird; siehe auch *Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregung, in *von Rosen/Seifert*, Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 165 (178).

<sup>683</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 41.

<sup>684</sup> *Immenga*, AG 1992, 79 (81); *Mülbert*, IStR 1999, 83 (88 FN 46); *Krause*, AG 1996, 209 (217); *Michalski*, AG 1997, 152 (159); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (548); *Merkt*, ZHR 165 (2001) 224 (234 FN 48); *Kirchner*, Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesellschaft im Übernahmerecht, AG 1999, 481 (489).

<sup>685</sup> *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (260); *Merkt*, ZHR 165 (2001) 224 (247); *Immenga/Noll*, Feindliche Übernahmeangebote 14; *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote 112.

<sup>686</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 46.

<sup>687</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 47; *Hopt*, ZGR 1993, 534 (550).

<sup>688</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 26; *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 46; *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1375); *Immenga/Noll*, Feindliche Übernahmeangebote 32; *Krause*, AG 1996, 209 (214); *ders.*, Zur „Pool- und Frontenbildung“ im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen „feindliche“ Übernahmeangebote, AG 2000, 217 (273); *Michalski*, AG 1997, 152 (159); *Hirte/Schander*, Die Organpflichten bei Unternehmensübernahmen, in *von Rosen/Seifert*, Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 341 (348); *Mülbert*, IStR 1999, 83 (88).

<sup>689</sup> *Assmann*, Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, AG 1995, 563 (569); *van Aubel*, Vorstandspflichten 155; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 68; *Hopt*, ZGR 1993, 534 (545); *Michalski*, AG 1997, 152 (159).

<sup>690</sup> *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (260).

Aktionärskreises nehmen dürfe<sup>691</sup>. Auch der Schutz des Marktes für Unternehmenskontrolle wurde als ökonomische Begründung für die Neutralitätspflicht herangezogen<sup>692</sup>. Nach einem Teil der Literatur war die Neutralitätspflicht kapitalmarktrechtlich zu verstehen, da lediglich verhindert werden sollte, dass angebahnte Transaktionen zwischen dem Bieter und den Aktionären der Zielgesellschaft vereitelt werden<sup>693</sup>. In der Literatur fanden sich aber auch beachtliche Stimmen, die eine Neutralitätspflicht des Vorstands ablehnten<sup>694</sup>. Die Mindermeinung wurde im Wesentlichen damit begründet, dass der Vorstand nicht ausschließlich auf das Aktionärsinteresse sondern auf das Unternehmensinteresse verpflichtet sei, wozu auch die Interessen der Arbeitnehmer, Gläubiger und der Öffentlichkeit gehören<sup>695</sup>. Sofern diese gefährdet waren, sollte der Vorstand zulässigerweise Abwehrmaßnahmen ergreifen können, um zwischen Bieter und Zielgesellschaft eine „Waffengleichheit“ zu gewährleisten<sup>696</sup>.

#### 4.3.5.2 Neutralitätspflicht und Übernahmerecht

Bei der Verabschiedung des WpÜG ging der deutsche Gesetzgeber davon aus, dass für die Unternehmensorgane in einer Übernahmesituation eine Neutralitätspflicht besteht<sup>697</sup>. § 33 WpÜG wurde in der Literatur als „festgeschriebene Neutralitätspflicht“<sup>698</sup> aufgefasst und als abschließende Regelung interpretiert<sup>699</sup>. Dem Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG wurde als *lex specialis* und *lex posterior* Vorrang gegenüber der aktienrechtlichen Pflichtenstellung eingeräumt<sup>700</sup>, mit der Konsequenz, dass in der Übernahmephase keine weitergehende

---

<sup>691</sup> Karollus in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 19; *Nowotny/Stern*, Übernahmerecht und Gesellschaftsrecht, RdW 1998, 655 (658).

<sup>692</sup> *Hopt*, ZGR 1993, 534 (547): die „positiven Funktionen des Marktes für Unternehmenskontrolle (sprechen) klar für ein ... Neutralitätsgebot des Vorstandes“; *Krause*, AG 2000, 217 (218); *Adams*, Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer? AG 1990, 243 (245).

<sup>693</sup> *Grunewald*, Europäisierung des Übernahmerechts, AG 2001, 288 (289); *Kiem*, Der Hauptversammlungsentscheid zur Legitimation von Abwehrmaßnahmen nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP 2000, 1509 (1510); *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (260); *Merkt*, ZHR 165 (2001) 224 (249).

<sup>694</sup> *Bungert*, NJW 1998, 488 (492); *Kirchner*, WM 2000, 1821 (1824); *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1432); *Thümmel*, Haftungsrisiken von Vorständen und Aufsichtsräten bei der Abwehr von Übernahmeversuchen, DB 2000, 461 (462); *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen 144; *Grunewald*, AG 2001, 288 (289); *Schneider/Burgard*, Übernahmeangebote und Konzerngründung - Zum Verhältnis von Übernahmerecht, Gesellschaftsrecht und Konzernrecht, DB 2001, 963 (967); *Wiese/Demisch*, Unternehmensführung bei feindlichen Übernahmeangeboten, DB 2001, 849 (850).

<sup>695</sup> *Kirchner*, WM 2000, 1821 (1824).

<sup>696</sup> *Kirchner*, Szenarien einer „feindlichen“ Unternehmensübernahme: Alternative rechtliche Regelungen im Anwendungstest, BB 2000, 105 (113).

<sup>697</sup> *BegrRegE BT-Dr 14/7034*, 57; dies gilt auch schon für den Übernahmekodex: *Hirte/Schander* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme 341 (348).

<sup>698</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (3).

<sup>699</sup> *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 50; *Wolf*, ZIP 2008, 300 (301).

<sup>700</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 50; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 67: „spezialgesetzliche Ausformung der Interessenwahrungspflicht“.

Neutralitätspflicht bestehen könne<sup>701</sup>. Diese würde „vitale Interessen“ des Vorstands verletzen, insbesondere wenn für die Gesellschaft durch eine Übernahme neue Abhängigkeiten begründet werden<sup>702</sup>. Nach anderer Auffassung wurde durch § 33 WpÜG das Aktienrecht wesentlich modifiziert<sup>703</sup>, so dass zwar keine weitergehende Neutralitätspflicht, wohl aber ein eingeschränktes aktienrechtliches Behinderungs- und Vereitelungsverbot bestehe; danach darf „der Vorstand die Veräußerungsmöglichkeit der Aktionäre der Zielgesellschaft nicht durch gezielte Interventionen vereiteln“<sup>704</sup>.

#### 4.3.5.3 Präventive Abwehrmaßnahmen und Neutralitätspflicht

Die Frage, ob die Neutralitätspflicht auch außerhalb eines konkreten Übernahmeangebots greift, wurde vor Kodifizierung des Übernahmerechts nur gelegentlich aufgegriffen<sup>705</sup>. Soweit auch für diesen Zeitraum eine Neutralitätspflicht bejaht wurde<sup>706</sup>, sollte diese jedoch nur in stark abgeschwächter Form beachtlich sein<sup>707</sup>, um den Vorstand in seiner Geschäftsführung nicht über Gebühr einzuschränken<sup>708</sup>. Denn unstreitig kann der Vorstand auch außerhalb einer Übernahmesituation die Zusammensetzung des Aktionärskreises beeinflussen, so bei der Ausübung der Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss oder bei der Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien<sup>709</sup>. Der Grund für eine Neutralitätspflicht wurde in der Pflicht des Vorstands zur Wahrung von Fremddinteressen gesehen<sup>710</sup>.

Die Rechtsprechung war mit der Fragestellung nach Kodifizierung des Übernahmerechts nicht grundlegend befasst<sup>711</sup>. Lediglich das OLG Celle will im Vorfeld einer Übernahme eine Verpflichtung des Vorstandes zur Neutralität annehmen, und betont „dass sich die Verwaltung neutral verhalten muss, wenn sie die Vermittlung des Kaufs von Namensaktien zugunsten der Aktionäre betreibt und damit Interessen der Gesellschaft fördern will“<sup>712</sup>. Nach dem Leitsatz handelt der Vorstand einer nicht börsennotierten Aktiengesellschaft pflichtwidrig, „wenn er den Handel eines Aktionärs ...mit Namensaktien der Gesellschaft

---

<sup>701</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 15d; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 Rz 51.

<sup>702</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 14.

<sup>703</sup> Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 50; Bürgers/Holzborn, ZIP 2003, 2273 (2277).

<sup>704</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 14; Grunewald, AG 2001, 288 (289).

<sup>705</sup> Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 245; Krause, AG 2002, 133 (136).

<sup>706</sup> Mülbert, IStR 1999, 83 (88 FN 46); Immenga, AG 1992, 79 (81); Michalski, AG 1997, 152 (159).

<sup>707</sup> Hopt, ZGR 1993, 534 (558).

<sup>708</sup> Hopt, ZGR 1993, 534 (559).

<sup>709</sup> Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (259).

<sup>710</sup> Hopt, ZGR 1993, 534 (560): „konkretes Neutralitätsgebot“.

<sup>711</sup> von Falkenhausen, NZG 2007, 97.

<sup>712</sup> OLG Celle Entscheidung vom 19.07.2006 - 9 U 15/06 = NZG 2006, 791 = AG 2006, 797.

einseitig durch Unterstützungshandlungen erleichtert“. In der Begründung wird ausdrücklich auf die Pflicht des Vorstands zur Neutralität im Sinne des Gleichbehandlungsgebots verwiesen. Ob eine Neutralitätspflicht des Vorstands auch dann besteht, wenn Übernahmeaktivitäten überhaupt nicht erkennbar sind, kann der Entscheidung nicht entnommen werden. Der BGH hat der Revision keine Erfolgsaussichten eingeräumt, weil die Sache keine grundsätzliche Bedeutung habe. In seinem Hinweisbeschluss hat der BGH zur Neutralitätspflicht nicht Stellung genommen, wohl aber darauf hingewiesen, dass eine einseitige Bevorzugung von Aktionären im Hinblick auf den Grundsatz der Gleichbehandlung nach § 53a dAktG untersagt sei<sup>713</sup>.

Nach einer verbreiteten Literaturmeinung ist die Neutralitätspflicht durch § 33 WpÜG geregelt, für präventive Abwehrmaßnahmen seien die aktienrechtlichen Schranken maßgeblich<sup>714</sup>. Eine unternehmerische Entscheidung könne nicht danach beurteilt werden, ob dadurch künftige Übernahmeangebote erschwert werden könnten; dies würde die Gesellschaft „lähmen“<sup>715</sup>, zumindest würde die Flexibilität der Geschäftsleitung tendenziell beschränkt<sup>716</sup>. Maßnahmen außerhalb einer konkreten Übernahmesituation dürften nicht an einem strengeren Maßstab gemessen werden als bei Vorliegen eines Angebots<sup>717</sup>, denn § 33 WpÜG gestatte dem Vorstand einen gestalterischer Handlungsspielraum, der „erst recht“ außerhalb einer Übernahmesituation bestünde und nicht durch eine Neutralitätspflicht eingeschränkt werden könnte<sup>718</sup>, zumal ein Interessenkonflikt nicht auftreten könne<sup>719</sup>. Daher müssten präventive Abwehrmaßnahmen lediglich einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung (§ 93 Abs 1 S 1 dAktG) entsprechen<sup>720</sup>.

Nach anderer Auffassung, die zunehmend Befürworter findet, soll das Neutralitätsgebot auch bei Präventivmaßnahmen zu beachten sein<sup>721</sup>; es gelte auch insoweit „das Prinzip der

---

<sup>713</sup> BGH Beschluss vom 22.10.2007 (II ZR 184/06), AG 2008, 164 - abrufbar unter: [www.dnoti.de/DOC/2008/2zr184\\_06.pdf](http://www.dnoti.de/DOC/2008/2zr184_06.pdf) (30.8.2010)

<sup>714</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 245; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 15d; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz. 69; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 255; von Falkenhausen, NZG 2007, 97; Wolf, ZIP 2008, 300 (301).

<sup>715</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (4).

<sup>716</sup> Hopt, ZGR 1993, 534 (558); ders, FS Lutter (2000) 1361 (1400).

<sup>717</sup> Wolf, ZIP 2008, 300 (301); Krause, AG 2002, 133 (136).

<sup>718</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 245; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 15d ; Wolf, ZIP 2008, 300.

<sup>719</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 7; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 243; Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1399).

<sup>720</sup> Seibt in Schmidt/Lutter, Aktiengesetz § 76 Rz 15.

<sup>721</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 26; Kort, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 76 Rz 102; Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 34; Merkt, ZHR 165 (2001) 224 (250); Adams, AG 1990, 243;

Nichteinmischung<sup>722</sup>. Die Aktionäre der Zielgesellschaft seien vor einer Übernahme schützenswerter als zum Zeitpunkt der Veröffentlichung eines Übernahmeangebots, da ihnen die Chance genommen werde, ihre Anteile gegen Preisaufschlag zu veräußern, weil der Bieter durch Präventivmaßnahmen von der Unterbreitung eines Übernahmeangebots abgeschreckt würde<sup>723</sup>. Um jedoch einen Wertungswiderspruch zu vermeiden, sollen die Ausnahmetatbestände nach § 33 WpÜG analog auf das aktienrechtliche Neutralitätsgebot angewandt werden<sup>724</sup>. Noch weitergehend ist der Vorschlag, bestimmte prophylaktische Maßnahmen „über ein kapitalmarktrechtliches Vereitelungsverbot zu inkriminieren“<sup>725</sup>.

Auch nach der hM in Österreich ist die Zulässigkeit präventiver Abwehrmaßnahmen anhand der aktienrechtlichen Grenzen zu überprüfen<sup>726</sup>, wobei das Verbot der unsachlichen Gleichbehandlung und „unter anderem“ das wohlverstandene Unternehmensinteresse<sup>727</sup> genannt werden. Darüber hinaus scheint die Literatur auch außerhalb einer Übernahmesituation eine Neutralitätspflicht anzunehmen; so wird zB der Erwerb eigener Aktien zur Schadenabwehr für unzulässig angesehen, weil der Vorstand nicht in die Zusammensetzung des Aktionärskreises eingreifen dürfe<sup>728</sup>.

Die aktienrechtliche Neutralitätspflicht wurde durch das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot anerkannt, allerdings nur für den Zeitraum ab Vorliegen eines Übernahmeangebots. Die tragenden Gründe für eine aktienrechtliche Neutralitätspflicht, insbesondere die Pflicht zur fremdnützigen Interessenwahrung<sup>729</sup> und der Gleichbehandlungsgrundsatz, gelten aber auch außerhalb einer Übernahmesituation. Unbestritten kann der Vorstand auch durch präventive Abwehrmaßnahmen, die durchaus einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung entsprechen können, in das Entscheidungsrecht der Aktionäre eingreifen. Soweit dies auf gesetzlicher Grundlage geschieht (zB bei vinkulierten

---

*Ebenroth/Daum*, DB 1991, 1157; *Bayer*, ZGR 2002, 588 (618); *Hopt*, ZHR 166 (2002) 383 (425); *Krause*, AG 2002, 133 (136) spricht sich für eine Neutralitätspflicht unter analoger Anwendung der Ausnahmetatbestände des § 33 WpÜG aus; dagegen allerdings der klare Gesetzeswortlaut: *Röh/Vogel*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> vor §§ 33 ff Rz 68 (69).

<sup>722</sup> *Ekkenga*, § 33 WpÜG: Neutralitätsgebot oder Grundsatz der Abwehrbereitschaft, in *Ekkenga/Hadding/Hammen*, Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift Kümpel zum 70. Geburtstag (2003) 95 (100).

<sup>723</sup> *Ekkenga*, FS Kümpel (2003) 95 (102).

<sup>724</sup> *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 245; *Krause*, AG 2002, 133 (136).

<sup>725</sup> *Merkt*, ZHR 165 (2001) 224 (250).

<sup>726</sup> *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84; *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 23.

<sup>727</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 79.

<sup>728</sup> *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 19.

<sup>729</sup> Das Neutralitätsgebot beruht auf der Pflicht des Vorstands zur Fremdinteressenwahrung: *Hopt*, ZGR 1993, 534 (540).

Namensaktien), ist dies nicht zu beanstanden. Da aber auch Präventivmaßnahmen implementiert werden können, die ausschließlich der Abwehr einer späteren Übernahme dienen (zB die Errichtung einer Sicherungs-GmbH), ist fraglich, ob das Unternehmensinteresse und das Schädigungsverbot als „Zulässigkeitsfilter“ ausreichen. Auch wenn den Aktionärsinteressen größeres Gewicht eingeräumt wird, kann eine Maßnahme zur Verhinderung einer späteren Übernahme durchaus mit überwiegenden übrigen Interessen begründet werden; ein Schaden für die Gesellschaft ist häufig nur schwer nachweisbar. Aufgrund der Funktion als Treuhänder ist der Vorstand nicht berechtigt, spätere Verwertungsmöglichkeiten der Aktionäre zu behindern. Aber auch als Sachwalter fremder Interessen kann der Vorstand bei Präventivmaßnahmen nicht strengeren Pflichten unterworfen sein, als nach Vorliegen eines konkreten Übernahmeangebots<sup>730</sup>. Außerhalb einer Übernahmesituation sind jedenfalls gezielte Eingriffe des Vorstands zur Verhinderung künftiger für die Aktionäre attraktiver Übernahmeangebote unzulässig<sup>731</sup>. Zu bejahen ist daher eine Neutralitätspflicht im Sinne eines „Zurückhaltungsgebots“<sup>732</sup>, was allerdings nichts an der grundsätzlichen Zulässigkeit von Präventivmaßnahmen ändert<sup>733</sup>.

Wenn auch eine Überprüfung des Vorstandshandelns bei präventiven Abwehrmaßnahmen anhand des Schädigungsverbots und des Unternehmensinteresses meist zum selben Ergebnis führen würde<sup>734</sup>, so ist doch nicht zu verkennen, dass eine modifizierte Neutralitätspflicht für den Vorstand eine taugliche Handlungsanweisung enthält; das Verwertungsinteresse der Aktionäre ist nicht nur ein Gesichtspunkt bei der Ermittlung und Abwägung des Unternehmensinteresses, der Vorstand ist vielmehr verpflichtet, auch dieses Interesse zu schützen. Die Anerkennung einer Neutralitätspflicht außerhalb einer Übernahmesituation steht auch im Einklang mit der ökonomischen Theorie, wonach Übernahmen wegen ihres gesamtwirtschaftlichen Vorteils nicht unnötig erschwert werden sollten<sup>735</sup>.

#### **4.3.6 Übernahmerechtliche Beschränkungen (§ 33 WpÜG, § 12 ÜbG)**

Das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG/§ 12 ÜbG gilt vom Zeitpunkt der Veröffentlichung des Übernahmeangebots bzw ab Bekanntwerden einer

---

<sup>730</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 245.

<sup>731</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 13; Grunewald, AG 2001, 288 (289).

<sup>732</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 26: „Zurückhaltungsgebot bei Übernahmekämpfen“; Röh/Vogel, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> vor §§ 33 ff Rz 68 (69): „abgeschwächte Wirkung des aktienrechtlichen Neutralitätsgebots“.

<sup>733</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 77.

<sup>734</sup> von Falkenhausen/von Klitzing, Wandelanleihen als poison pill, ZIP 2006, 1513 (1516).

<sup>735</sup> Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1374).

Übernahmeabsicht<sup>736</sup> und ist daher auf Präventivmaßnahmen nicht anwendbar<sup>737</sup>. Eine Vorverlagerung des Verhinderungsverbots würde über den eindeutigen Gesetzeswortlaut hinausgehen<sup>738</sup>. Auch die analoge Anwendung von § 33 WpÜG/§ 12 ÜbG ist nicht möglich, da eine planwidrige Regelungslücke bei ansonsten gleich gewichtigen Interessen nicht vorliegt<sup>739</sup>. Das Übernahmerecht enthält lediglich gesellschaftsrechtliche Spezialregeln zum zulässigen Vorstandshandeln in Übernahmesituationen und ändert nicht die allgemeinen aktienrechtlichen Vorschriften<sup>740</sup>. Der deutsche Gesetzgeber weist ausdrücklich darauf hin, dass vorbeugende Maßnahmen des Managements zur Verhinderung oder Erschwerung von Übernahmen von § 33 WpÜG nicht betroffen sein sollen<sup>741</sup>. Auch der österreichische Gesetzgeber betont, dass allgemein gesellschaftsrechtlich mögliche Maßnahmen nicht Regelungsgegenstand des Übernahmegesetzes sind<sup>742</sup>.

#### **4.4 Ergebnis**

Präventive Maßnahmen sind zur Übernahmeabwehr besonders geeignet, da sie ohne Zeitdruck geplant und umgesetzt werden können. Ihre Zulässigkeit richtet sich ausschließlich nach den aktienrechtlichen Bestimmungen, sie dürfen nicht gegen das Unternehmensinteresse, das Schädigungsverbot oder das Gleichbehandlungsgebot verstoßen. Darüber hinaus unterliegt der Vorstand auch außerhalb einer Übernahmesituation einer Neutralitätspflicht, die gezielte Eingriffe in die Veräußerungsmöglichkeiten der Aktionäre verbietet; strukturelle Maßnahmen zur Verhinderung von Angeboten sind übernahmerechtlich unbedenklich<sup>743</sup>. Zu berücksichtigen ist, dass Maßnahmen, die eine spätere Übernahme behindern können, nach §§ 289 Abs 4 und 315 Abs 4 HGB/§§ 243a, 267 Abs 3a UGB<sup>744</sup> im Lagebericht der Gesellschaft aufgeführt werden müssen und sich so ein Bieter auf etwaige Schwierigkeiten einstellen kann.

Der Vorstand kann wirkungsvoll Präventivmaßnahmen setzen, wenn die Hauptversammlung ein genehmigtes Kapital beschließt, zum zweckneutralen Erwerb eigener Aktien oder zur

---

<sup>736</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 91; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 21; *Winner*, Zielgesellschaft 80; *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 7 (10, 69).

<sup>737</sup> *Grunewald in Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 99; *Krause*, AG 2002, 133 (136); *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 23; *Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 71.

<sup>738</sup> *Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 71; *Winner*, Zielgesellschaft 78; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 68.

<sup>739</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 40.

<sup>740</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 27.

<sup>741</sup> BegrRegE zu § 33, BT-Dr 14/7034 58.

<sup>742</sup> Erl RV ÜbG 1999, 34 (= *Huber*, Übernahmegesetz § 12) 1276 BlgNR XX.GP.

<sup>743</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 79.

<sup>744</sup> Art 10 EU-Übernehmerichtlinie wurde unverändert in deutsches wie österreichisches Recht transformiert.

Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen ermächtigt. Der Erwerb eigener Aktien aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung ist vor Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht ohne weiteres zulässig<sup>745</sup>. So ist auch der Erwerb eigener Aktien zur Verringerung des Streubesitzes zulässig, selbst wenn dadurch die Möglichkeit eines Dritten geschmälert wird, über den Kapitalmarkt eine Kontrollmehrheit zu erlangen<sup>746</sup>. Werden eigene Aktien aber nur erworben, um eine spätere Übernahme zu verhindern, so kommt ein Verstoß gegen die Neutralitätspflicht in Betracht<sup>747</sup>.

Beinhaltet die Ermächtigung der Hauptversammlung auch einen Bezugsrechtsausschluss, so muss hierfür eine sachliche Rechtfertigung bzw ein entsprechendes Unternehmensinteresse vorliegen. Bestehen hieran Zweifel, so bietet sich als „Ausweg“ der erleichterte Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs 3 S 4 dAktG an; unter den gleichen Voraussetzungen können auch nach österreichischem Recht die Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses gelockert werden. Allerdings darf dann die Kapitalerhöhung 10% des Grundkapitals nicht übersteigen. In jedem Fall ist der Vorstand der Hauptversammlung gegenüber berichtspflichtig.

Dem Vorstand kann im Rahmen ordnungsgemäßer Geschäftsführung Beteiligungen eingehen, wobei zu bedenken ist, dass eine ringförmige Beteiligung in der Regel als reine präventive Abwehrmaßnahme angesehen werden kann und damit wegen eines Verstoßes gegen die aktienrechtliche Neutralitätspflicht unzulässig wäre<sup>748</sup>. Der Veräußerung von Vermögenswerten oder Beteiligungen sind betriebswirtschaftliche und aktienrechtliche Grenzen durch das Schädigungsverbot<sup>749</sup> und eine etwaige ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit gesetzt. Die Zielgesellschaft kann selbstverständlich auch andere Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen erwerben - selbst wenn dies bei einer späteren Übernahme zu kartellrechtlichen Problemen führen könnte -, solange dies vom Gesellschaftszweck gedeckt ist, im Unternehmensinteresse liegt und die Gesellschaft dadurch nicht geschädigt wird. Der Vorstand ist auch berechtigt, Tochtergesellschaften zur Erschließung weiteren Kapitals an der Börse zu platzieren. Die Gründung einer Sicherungs-

---

<sup>745</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 70; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup>, § 71 Rz 146; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58; Hlawati/Birkner/Graf, ecollex 2000, 84 (85); Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 399.

<sup>746</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58; Hlawati/Birkner/Graf, ecollex 2000, 84 (86).

<sup>747</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 19.

<sup>748</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (618).

<sup>749</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 99: insbesondere wenn sich die Zielgesellschaft ein Rückerwerbsrecht einräumt lässt.

GmbH oder einer Abwehrholding kann zwar wirksam eine Übernahme verhindern, verstößt aber gegen die Neutralitätspflicht<sup>750</sup>. Die Vereinbarung von Change-of-Control-Klauseln ist aktienrechtlich unbedenklich, wenn hierdurch die berechtigten Interessen der Gläubiger geschützt werden sollen<sup>751</sup>, sie ist unzulässig, wenn sie ausschließlich der Übernahmeabwehr dient. Gleiches gilt für Wandelschuldverschreibungen; die Anleihebedingungen können jedoch eine Minderung des Wandlungs- oder Optionspreises vorsehen, wenn die Gesellschaft weitere Kapitalerhöhungen durchführt<sup>752</sup>. Sehen die Anleihebedingungen aber eine Kündigungsmöglichkeit mit für die Gesellschaft nachteiliger Änderung zB des Wandlungspreises im Falle eines Kontrollwechsels vor, so sind diese unzulässig, wenn es auch ausgereicht hätte, die Gläubiger gegen eine Verschlechterung der Kreditwürdigkeit durch ein einfaches Kündigungsrecht zu schützen<sup>753</sup>. Die für die Gesellschaft nachteiligen Bedingungen wirken bei Wandelschuldverschreibungen wie eine „poison pill“<sup>754</sup>. Eine andere Beurteilung kann sich nur ergeben, wenn ohne eine solche Klausel zB die Wandelanleihe entweder nicht platzierungsfähig gewesen wäre oder einen wesentlich höheren Zinssatz bedingt hätte.

Maßnahmen ohne kaufmännische Begründung, die nur aus der subjektiven Absicht des Vorstands zur Vereitelung eines Übernahmeangebots getroffen werden, sind unzulässig<sup>755</sup>, insbesondere wenn eine zeitliche Nähe zu einem Übernahmeangebot besteht<sup>756</sup>. Unzulässig - weil gegen die Neutralitätspflicht verstoßend - sind Maßnahmen, die für sich genommen zulässig wären, in der Gesamtheit aber das Unternehmen zu einer „uneinnehmbaren Festung“ machen und die Veräußerungsmöglichkeiten der Aktionäre in einer Übernahmesituation wesentlich schmälern. Zu berücksichtigen ist ferner, dass nicht alle Maßnahmen vom Kapitalmarkt akzeptiert werden. Institutionelle Investoren erwarten vom Vorstand eine pragmatische und wertorientierte Einstellung: insbesondere präventive Abwehrmaßnahmen, die eine gewisse im Aktienkurs reflektierte „Übernahmephantasie“ ausschließen, würden deren Investitionsentscheidungen behindern; auch dadurch verengt sich der Handlungsspielraum des Vorstands<sup>757</sup>

---

<sup>750</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (618).

<sup>751</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 114.

<sup>752</sup> Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 174 Rz 49; Spatz, Spezialfragen 332.

<sup>753</sup> von Falkenhausen/von Klitzing, ZIP 2006, 1513 (1515).

<sup>754</sup> von Falkenhausen/von Klitzing, ZIP 2006, 1513 (1515).

<sup>755</sup> Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1400); Winner, Zielgesellschaft 78.

<sup>756</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 9.

<sup>757</sup> Becker, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001) 280 (282).

Nur wenige Maßnahmen eignen sich zur Übernahmeprophylaxe, viele sind „wirtschaftlich unsinnig und/oder unverhältnismäßig aufwendig“; dies gilt insbesondere für Maßnahmen, die die Attraktivität der Zielgesellschaft für Anleger generell schmälern<sup>758</sup>. Sind allerdings die betriebswirtschaftlichen Voraussetzungen gegeben und handelt es sich um „bloße Akte der (guten) Geschäftsführung“<sup>759</sup>, so stehen dem Vorstand mit entsprechenden Ermächtigungen der Hauptversammlung - sofern diese außerhalb einer Übernahmesituation umgesetzt werden<sup>760</sup> - und mit dem Eingehen von Beteiligungen probate Mittel zur Übernahmeprophylaxe zur Verfügung. Außerhalb einer Übernahmesituation können verhinderungsgerechte Maßnahmen getroffen werden, sofern eine subjektive Verhinderungsabsicht des Vorstands nicht besteht; „besonders verhinderungsgerechte Maßnahmen werden eine solche Absicht aber indizieren“<sup>761</sup>.

---

<sup>758</sup> *Drinkuth* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch<sup>2</sup> § 60 Rz 319.

<sup>759</sup> *Hopt*, ZGR 1993, 534 (558).

<sup>760</sup> Siehe dazu unter Abschnitt 9.4.2.

<sup>761</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 78 (79).

## 5 Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs 2 WpÜG

Das deutsche Übernahmerecht sieht - anders als das österreichische - als besonderes Element der Übernahmeprophylaxe „Vorratsbeschlüsse“ vor. Nach § 33 Abs 2 WpÜG kann die Hauptversammlung den Vorstand zur Durchführung von Abwehrmaßnahmen ermächtigen, ohne dass ein aktuelles öffentliches Übernahmeangebot vorliegt. Dies erweitert - prima facie - den Handlungsspielraum des Vorstandes einer deutschen Zielgesellschaft, sofern diese nicht durch Satzungsbeschluss für das „Europäische Verhinderungsverbot“ nach § 33a WpÜG optiert hat; dann nämlich können Vorratsbeschlüsse nicht gefasst werden<sup>762</sup>.

### 5.1 Historischer Hintergrund

Für den deutschen Gesetzgeber waren Vorratsbeschlüsse im Hinblick auf die in den USA praktizierten „poison pills“ von erheblicher Bedeutung<sup>763</sup>. Deshalb enthielt bereits der Regierungsentwurf zum deutschen WpÜG vom 11. Juli 2001<sup>764</sup> eine entsprechende Regelung. Die Zulassung von Vorratsbeschlüssen war jedoch wegen der Einschränkung der Neutralitätspflicht rechtlich und politisch auf EU-Ebene höchst umstritten<sup>765</sup>. Nachdem der EU-Übernehmerichtlinienentwurf von 2001 als gescheitert galt<sup>766</sup> und die praktischen Erfahrungen mit dem WpÜG 2002 überwiegend positiv bewertet wurden<sup>767</sup>, erlangten Vorratsbeschlüsse mit dem am 22. Dezember 2001 im Bundesgesetzblatt verkündeten WpÜG Gesetzeskraft. Auch nach der am 20. Mai 2004 in Kraft getretenen EU-Übernehmerichtlinie ergab sich für den deutschen Gesetzgeber in diesem Punkt kein Änderungsbedarf; da die EU-Übernehmerichtlinie keine gleichen Ausgangsbedingungen für Übernahmen in den verschiedenen Staaten geschaffen habe<sup>768</sup>, wurde von der Optionsmöglichkeit nach Art 12 EU-Übernehmerichtlinie Gebrauch gemacht. In Großbritannien und Schweden bestand weiterhin die Möglichkeit, Stimmrechte zu beschränken, in Frankreich blieben Abwehrmaßnahmen zulässig<sup>769</sup>. Aber auch im Verhältnis zu den USA wurden ungleiche Bedingungen geortet, da dort Höchststimmrechte und weitere Abwehrmaßnahmen möglich waren, die für europäische Unternehmen weitgehend ausgeschlossen waren. Hierin wurde eine Benachteiligung

---

<sup>762</sup> Steinmeyer in Steinmeyer Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 9.

<sup>763</sup> Krause, AG 2002, 133 (136 FN 50).

<sup>764</sup> BegrRegE BT-Dr 14/7034 5.10.2001, 58; Steinmeyer in Steinmeyer Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 33.

<sup>765</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (3); Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 5; Bayer, ZGR 2002, 588 (616).

<sup>766</sup> Krause, AG 2002, 133.

<sup>767</sup> Krause, NJW 2004, 3681; Lenz, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in der Praxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, NJW 2003, 2073.

<sup>768</sup> BT-Dr 16/1003 14.

<sup>769</sup> Lehne, Die 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts, in Hirte, WpÜG (2002) 40.

deutscher Unternehmen gesehen, die durch Abwehrmechanismen wie die Vorratsbeschlüsse - durchaus richtlinienkonform - kompensiert werden sollte<sup>770</sup>.

Nach österreichischem Recht sind Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung unzulässig, da die Zustimmung „zu der konkreten Maßnahme“ erteilt werden muss; hier bleibt nur die Möglichkeit, dass die Zustimmung der Hauptversammlung nach einem konkreten Übernahmeangebot eingeholt wird<sup>771</sup>. Der österreichische Gesetzgeber hält sich somit strikt an die Vorgaben von Art 9 EU-Übernehmerichtlinie<sup>772</sup>.

## 5.2 Ermächtigungsbeschluss

Der Vorstand einer Zielgesellschaft muss wegen eines Vorratsbeschlusses an die Hauptversammlung zu einem Zeitpunkt herantreten, in dem die Vor- und Nachteile eines Übernahmeangebots noch nicht abgewogen werden können<sup>773</sup>. Der Gesetzgeber hat deshalb unter Berücksichtigung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre, ein Übernahmeangebot anzunehmen oder abzulehnen, den Vorratsbeschlüssen enge inhaltliche, zeitliche und formelle Grenzen gesetzt.

Die Ermächtigung kann nur für höchstens 18 Monate erteilt werden und bedarf einer Mehrheit von 3/4 des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (§ 33 Abs 2 S 2 und 3 WpÜG); die Satzung kann auch eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse vorsehen. Analog § 71 Abs 1 Z 8 Satz 1 dAktG ist die Höchstfrist von 18 Monaten Ermächtigungsschranke und muss im Beschluss selbst konkret benannt werden<sup>774</sup>. Wird der Beschluss ohne die erforderliche Fristfestlegung getroffen, dann kann nicht durch Auslegung auf die gesetzliche Höchstfrist zurückgegriffen werden. Der Ermächtigungsbeschluss ist dann gemäß § 241 Z 3 dAktG insgesamt nichtig<sup>775</sup>. Nach Ablauf der Frist ist - soweit erforderlich - eine erneute Beschlussfassung nach gleich lautenden formalen Erfordernissen notwendig. Grundsätzlich ist es auch möglich, einen Vorratsbeschluss nach der Bekanntgabe der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zu fassen<sup>776</sup>.

---

<sup>770</sup> BT-Dr 16/1003 13.

<sup>771</sup> *Diregger/Winner*, Deutsches und österreichische Übernahmerecht aus Anlegersicht, WM 2002, 1583 (1590).

<sup>772</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 90.

<sup>773</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 109; *Bayer*, ZGR 2002, 588 (611).

<sup>774</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 113.

<sup>775</sup> für § 71 Abs 1 Z 8 AktG: *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 71 Rz 19e.

<sup>776</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 110; *Krause/Pötzs* in *Assmann/Pötzs/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 204.

Die Hauptversammlung kann nach § 33 Abs 2 WpÜG den Vorstand zu Maßnahmen ermächtigen, die den Erfolg von Übernahmeangeboten verhindern können. Dies setzt nicht voraus, dass die Ermächtigung eine objektiv verhinderungsg geeignete Maßnahmen betrifft, ebenso wenig ist erforderlich, dass ein Angebot tatsächlich verhindert wird; die Hauptversammlung muss vielmehr mit dem Beschluss den Zweck verbinden, ein Übernahmeangebot abzuwehren<sup>777</sup>. Zudem erfordert die wirksame Ermächtigung, dass die Hauptversammlung dem Vorstand die Maßnahme mit dem ausdrücklichen Ziel der Abwehr eines Übernahmeangebots an die Hand gibt<sup>778</sup>.

Nach § 33 Abs 2 S 1 WpÜG müssen die Handlungen, zu denen der Vorstand ermächtigt wird, ihrer Art nach bestimmt werden<sup>779</sup>, Inhalt und Grenzen der Ermächtigung müssen eindeutig sein<sup>780</sup>. Die Hauptversammlung kann mit der Ermächtigung auch nähere Vorgaben beschließen; dies hätte allerdings den Nachteil, dass Handlungen des Vorstands in einer Übernahmesituation für einen potenziellen Bieter „berechenbarer“ werden<sup>781</sup>. Da aber eine „Blankettermächtigung“ unzulässig ist<sup>782</sup>, muss die Hauptversammlung zumindest die Grundsätze der Transaktion in Form eines „Konzeptbeschlusses“ festlegen<sup>783</sup>. Ausreichend ist eine allgemeine Umschreibung der betroffenen Maßnahme (Durchführung einer Kapitalerhöhung, Veräußerung von Beteiligungen oder wesentlichen Betriebsteilen, Rückkauf von Aktien)<sup>784</sup>. Aber es bedarf keiner Angabe von Gründen oder möglicher Volumina<sup>785</sup>, es sei denn, dass diese aktienrechtlich vorgeschrieben sind, so muss bei einer Abwehrkapitalerhöhung auch der Erhöhungsbetrag genannt werden<sup>786</sup>. Fehlt es an einer Beschreibung der Maßnahme „ihrer Art nach“, so ist der Vorratsbeschluss zwar nicht gemäß § 241 Z 3 dAktG nichtig, wohl aber anfechtbar<sup>787</sup>.

Weitergehende Eingriffe in das Aktienrecht sind mit § 33 Abs 2 WpÜG jedoch nicht verbunden; so kann eine Abwehrrmächtigung nicht den Anteil des genehmigten Kapitals am

---

<sup>777</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 205; aA Hirte, ZGR 2002, 623 (631) : objektive Eignung.

<sup>778</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 205.

<sup>779</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 118.

<sup>780</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (16); Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 212.

<sup>781</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 118; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 43.

<sup>782</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 76; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 118.

<sup>783</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (16); Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 32; Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 78; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 215.

<sup>784</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 76; LG München I DB 2005, 824.

<sup>785</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 118.

<sup>786</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 216.

<sup>787</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 218; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 112.

Grundkapital (nach § 202 Abs 3 S 1 dAktG höchstens 50 %) außer Kraft setzen oder bewirken, dass neue Aktien unter Wert ausgegeben werden (§ 255 Abs 2 dAktG)<sup>788</sup>; auch kann die Hauptversammlung den Vorstand nicht zu einem Verhalten ermächtigen, durch das die Gesellschaft geschädigt wird, etwa durch Veräußerung einer Beteiligung unter Preis<sup>789</sup>. Unzulässig wäre ein Beschluss, der dem Vorstand Abwehrmaßnahmen verbietet<sup>790</sup>, da dies schon nicht dem Wortlaut des § 33 Abs 2 WpÜG (Ermächtigung zu Abwehrmaßnahmen) entsprechen würde; ferner würden die Geschäftsführungsbefugnisse des Vorstands unzulässig eingeschränkt, ohne dass diese von der Hauptversammlung wahrgenommen werden könnten<sup>791</sup>.

### 5.3 Die Reichweite der Delegationskompetenz

Die Hauptversammlung kann nach § 33 Abs 2 WpÜG Maßnahmen, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen, an den Vorstand delegieren. Um welche Maßnahmen es sich dabei handelt, ist umstritten.

Eine mögliche Interpretation wäre, dass mit einem Vorratsbeschluss sämtliche gesetzlichen Kompetenzen der Hauptversammlung auf den Vorstand übertragen werden können<sup>792</sup>. Dies legt der Gesetzeswortlaut nahe, der auf eine Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zurückgeht<sup>793</sup>. Gegen diese allumfassende Ermächtigungskompetenz spricht schon, dass es nach dieser Auffassung auch möglich wäre, den Vorstand zur Entscheidung über den Bilanzgewinn (§ 174 Abs 1 dAktG), zum Abschluss von Unternehmensverträgen (§ 293 dAktG) und sogar zur Auflösung der Gesellschaft (§ 262 Abs 1 Z 2 dAktG) zu ermächtigen<sup>794</sup>. Hiergegen bestehen nicht nur erhebliche rechtspolitische Bedenken, die Aufhebung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung wäre ein „Fremdkörper“ im deutschen Aktienrecht<sup>795</sup>. Angesichts der Schwere und Unumkehrbarkeit von Entscheidungen, die zum originären Kompetenzbereich der Hauptversammlung gehören, dürfte der Normzweck des

---

<sup>788</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (611).

<sup>789</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 103; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 212; Bayer, ZGR 2002, 588 (611); Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (269); Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (15).

<sup>790</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 120; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 215.

<sup>791</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 42.

<sup>792</sup> Schneider, Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebots, AG 2002, 125 (131); Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 76.

<sup>793</sup> Begr Beschluss Finanzausschuss BT-Dr 14/7477 53; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 37.

<sup>794</sup> Schneider, AG 2002, 125 (131); Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 76; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 102; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 97.

<sup>795</sup> Schneider, AG 2002, 125 (131).

§ 33 Abs 2 WpÜG mit einer solchen Interpretation weit überschritten sein<sup>796</sup>, die aktienrechtlichen Organzuständigkeiten können nicht durch einen Beschluss der Hauptversammlung beseitigt werden<sup>797</sup>. Dies ergibt sich schon aus § 23 Abs 5 dAktG, wonach die Satzung nur dann vom Aktiengesetz abweichen darf, wenn es ausdrücklich zugelassen ist<sup>798</sup>. Die Ermächtigung kann sich daher nur auf aktienrechtlich delegationsfähige Sachverhalte erstrecken<sup>799</sup>, und zwar auf den Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs 1 Z 8 dAktG und auf das genehmigte Kapital nach §§ 202 Abs 2, 204 Abs 1 S 2 dAktG sowie auf die Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen nach § 221 Abs 2 dAktG<sup>800</sup> - jeweils unter Einschluss der Ermächtigung zum Ausschluss des Bezugsrechts.

Unterschiedliche Auffassungen bestehen auch in der Frage, ob § 33 Abs 2 WpÜG auf Fälle der ungeschriebenen Zuständigkeit der Hauptversammlung nach der „Holzmüller“-Rechtsprechung anzuwenden ist<sup>801</sup>. Überwiegend wird die Auffassung vertreten, auch diese Kompetenz sei delegationsfähig<sup>802</sup>, zumal auch die Begründung des Finanzausschusses als Beispiel für eine vorab zu legitimierende Maßnahme die „Veräußerung von Beteiligungen“ nennt<sup>803</sup>. Auch das LG München I geht in der einzigen bisher dazu ergangenen Entscheidung davon aus, dass für die Veräußerung wesentlicher Vermögensteile ein Vorratsbeschluss gefasst werden kann<sup>804</sup>. Diese Auffassung lässt unberücksichtigt, dass nicht in jedem Fall der Veräußerung eines Vermögensgegenstandes eine Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich ist. Durch die „Gelatine“-Entscheidungen des BGH<sup>805</sup> wurde die ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit auf Ausnahmetatbestände reduziert; danach muss sich um Maßnahmen handeln, die tief in die Mitgliedschaftsrechte eingreifen (Mediatisierungseffekt) und daher den originären Hauptversammlungskompetenzen - wie etwa bei Gewinnverwendungs- oder Auflösungsbeschlüssen - vergleichbar sind. Da aber diese nicht

---

<sup>796</sup> Ekkenga, FS Kümpel (2003) 106 (FN 39); Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 206 (212).

<sup>797</sup> Hirte, WpÜG 21.

<sup>798</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 23 Rz 35.

<sup>799</sup> hM: Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 39; Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 76; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 97; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 206; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz. 204.

<sup>800</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (610); Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 99; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 206.

<sup>801</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 102; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 207.

<sup>802</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 210; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 102; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 207; Bürgers/Holzborn, ZIP 2003, 2273 (2276).

<sup>803</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 102.

<sup>804</sup> LG München I DB 2005, 824 = AG 2005, 261 („International Media AG“).

<sup>805</sup> BGH ZIP 2004, 993 = BGH AG 2004, 384.

delegationsfähig sind, können auch die ungeschriebenen Kompetenzen der Hauptversammlung nicht im Rahmen eines Vorratsbeschlusses auf den Vorstand delegiert werden<sup>806</sup>.

Ferner stellt sich die Frage, ob die Hauptversammlung den Vorstand zu Abwehrmaßnahmen ermächtigen kann, die in der Geschäftsführungskompetenz liegen. Dies wird teilweise bejaht mit der Begründung, dass keine unzulässige Einmischung in die Geschäftsführung vorliege, weil der Vorstand ja frei sei, von der Ermächtigung Gebrauch zu machen<sup>807</sup>; die Hauptversammlung bringe damit nur zum Ausdruck, dass die Aktionäre Abwehrmaßnahmen befürworten<sup>808</sup>. Nach anderer Auffassung ist eine Ermächtigung zu Geschäftsführungsmaßnahmen nicht möglich, weil ansonsten der Hauptversammlung eine umfassende Kompetenz zukomme, die aktienrechtlich nicht existiere<sup>809</sup>. Dafür spricht auch der Gesetzeswortlaut (Handlungen, „die in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen“). Eine Zuständigkeit der Hauptversammlung liegt aber dann vor, wenn der Vorstand die Geschäftsführungsmaßnahme nach § 119 Abs 2 dAktG vorlegt<sup>810</sup>. In diesem Fall kann die Hauptversammlung den Vorstand im Voraus vom Verhinderungsverbot befreien. Darüber hinausgehend besteht jedoch keine allgemeine Zuständigkeit der Hauptversammlung für sämtliche Verteidigungsmaßnahmen des Vorstandes<sup>811</sup>.

Festzuhalten ist daher: der Handlungsspielraum des Vorstands wird durch einen Vorratsbeschluss dahingehend erweitert, dass er zur Abwehr eines unerwünschten Übernahmeangebots ein genehmigtes Kapital nach § 202 dAktG mit oder ohne Ausschluss des Bezugsrechts einberufen und eigene Aktien nach § 71 Abs 1 Z 8 dAktG erwerben oder Wandelschuldverschreibungen (§ 221 dAktG) ausgeben kann. Auf Verlangen des Vorstands können der Hauptversammlung auch Fragen der Geschäftsführung zur Entscheidung vorgelegt werden (§ 119 Abs 2 dAktG), so dass auch derartige Abwehrmaßnahmen in einen Vorratsbeschluss einfließen können. Der Vorstand kann zu einzelnen Maßnahmen ermächtigt werden, aber auch zu einem ganzen Maßnahmenpaket<sup>812</sup>.

---

<sup>806</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (612); Handelsrechtsausschuss DAV, NZG 2001, 1003 (1006).

<sup>807</sup> Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 76; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 104.

<sup>808</sup> Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 77.

<sup>809</sup> Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 WpÜG Rz 78; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 205.

<sup>810</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 42.

<sup>811</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 211; Kiem, ZIP 2000, 1509 (1513); aA noch Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1390).

<sup>812</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 215.

## 5.4 Berichtspflicht

Das Gesetz sieht keine besondere Berichtspflicht des Vorstandes an die Hauptversammlung aus Anlass einer Vorratsermächtigung vor. Es gelten daher die allgemeinen Grundsätze, die vom jeweiligen Inhalt des Vorratsbeschlusses abhängen<sup>813</sup>. Soweit also einzelne Maßnahmen nach allgemeinem Aktienrecht berichtspflichtig sind, sind sie es auch im Rahmen des Vorratsbeschlusses<sup>814</sup>.

Nach der bislang einzigen vorliegenden Gerichtsentscheidung hat der Vorstand der Hauptversammlung vor Fassung eines Vorratsbeschlusses den Grund für die Maßnahmen, deren Eignung zur Abwehr eines Übernahmeangebots und die Folgen für die Aktionäre darzulegen<sup>815</sup>. Vereinzelt wird verlangt, dass der Vorstand zur sachlichen Rechtfertigung der Maßnahme Stellung nimmt<sup>816</sup>, was als zu weitgehend anzusehen ist, da der Beschluss schon von Gesetzes wegen gerechtfertigt ist<sup>817</sup>. Teilweise wird die Auffassung vertreten, dass der Vorstand auf die weitreichenden Folgen eines Vorratsbeschlusses hinweisen muss<sup>818</sup>. Allerdings sollten keine übertriebenen Anforderungen an die Berichtspflicht gestellt werden, da sonst die Erleichterungen bezüglich der Bestimmtheit des Beschlusses in Frage gestellt würden<sup>819</sup>. Der Vorstand muss den Aktionären jedenfalls die Informationen liefern, die für eine sachgerechte Willensbildung benötigt werden<sup>820</sup>.

Gleichfalls bleibt offen, ob eine Berichtspflicht des Vorstands nicht nur aus Anlass des Ermächtigungsbeschlusses sondern auch bei der Ausnutzungsentscheidung besteht. Dies wird teilweise bejaht<sup>821</sup>, weil die Information der Aktionäre bei Beschlussfassung nur rudimentär sei und der Pflichtenbindung des Vorstands ein ungleich höheres Gewicht zukomme<sup>822</sup>. Nach anderer Auffassung sei ein Vorstandsbericht nur erforderlich, wenn dies gesetzlich

---

<sup>813</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 222; weitergehend Ekkenga in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 80, der eine Berichtspflicht auch bei „sonstigen Ermächtigungen“ annimmt; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 106, hält eine Berichtspflicht in erster Linie bei Ausnutzung der Ermächtigung für erforderlich.

<sup>814</sup> Krause, AG 2002, 705 (712).

<sup>815</sup> LG München I DB 2005, 824 = AG 2005, 261.

<sup>816</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (612).

<sup>817</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 222.

<sup>818</sup> Kort, FS Lutter (2000) 1421 (1432).

<sup>819</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 44.

<sup>820</sup> BGH NJW 2001, 1277 (1278).

<sup>821</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 106: „Überlagerung“; Hirte, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 203 Rz 110.

<sup>822</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 117.

vorgesehen ist<sup>823</sup>. Für diese Auffassung spricht schon der Wortlaut von § 33 Abs 2 WpÜG; gleichwohl wäre - schon im Hinblick auf die Erhaltung des Vertrauens der Aktionäre - eine Berichterstattung anzuraten, wenn dies in der verbleibenden Zeitspanne möglich und zumutbar ist.

## **5.5            *Zustimmung des Aufsichtsrates***

Der Vorstand entscheidet nach pflichtgemäßem Ermessen, ob er in der konkreten Übernahmesituation unter Mitwirkung des Aufsichtsrates von der Vorratsermächtigung Gebrauch macht<sup>824</sup>. Es besteht keine Pflicht, die Ermächtigung auszunutzen<sup>825</sup>, vielmehr steht auch hierbei das Unternehmensinteresse im Vordergrund<sup>826</sup>. Mit der Beschlussfassung über eine Vorratsermächtigung haben jedoch die Aktionäre die Abwägung der verschiedenen Interessen vorweggenommen und sich für die die Abwehr des Übernahmeangebots und gegen die Interessen der veräußerungswilligen Aktionäre entschieden, so dass schon zusätzliche neue Erkenntnisse gegeben sein müssen, wenn der Vorstand eine Ermächtigung der Hauptversammlung nicht ausnutzt.

Da aber Vorratsbeschlüsse zu einem Zeitpunkt gefasst werden, zu dem weder der Inhalt oder der Bieter eines künftigen Übernahmeangebots bekannt sein können, bedarf der Vorstand bei der Durchführung von solchen Abwehrmaßnahmen stets der Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 33 Abs 2 S 4 WpÜG); damit soll auch der Gefahr eigennützigens Handelns des Vorstandes entgegengewirkt werden<sup>827</sup>. Die Zustimmung muss vor Durchführung der Maßnahme erteilt worden sein, um den Vorstand in einer konkreten Übernahmesituation auch effektiv kontrollieren zu können<sup>828</sup>.

## **5.6            *Weitergeltende Rechte der Hauptversammlung***

Da in einer Übernahmesituation nicht immer von einem zweckmäßigen Umgang mit der Ermächtigung durch ein von Ablösung bedrohtes Management<sup>829</sup> ausgegangen werden kann, steht den Aktionären zunächst die Möglichkeit offen, diesen Beschluss jederzeit abzuändern, etwa in Form einer volumenmäßigen Reduzierung eines genehmigten Kapitals oder des

---

<sup>823</sup> Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 231; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 111.

<sup>824</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 37.

<sup>825</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 114.

<sup>826</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 227.

<sup>827</sup> Thaeter/Barth, RefEntw eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, NZG 2001, 545 (549).

<sup>828</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 117.

<sup>829</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (611).

Erwerbs eigener Aktien, aber auch durch Verkürzung der Ermächtigungsdauer<sup>830</sup>. Um zu verhindern, dass ein Vorratsbeschluss im Falle einer drohenden feindlichen Übernahme gegen das wirtschaftliche Interesse der Aktionäre genutzt wird, können die Aktionäre auch die Ermächtigung nachträglich aufheben und zwar durch einfachen Gegenbeschluss<sup>831</sup>. Ist der Beschluss in das Handelsregister einzutragen - etwa bei Verbindung mit einem genehmigten Kapital -, so ist nach der Eintragung eine Aufhebung nur durch Satzungsänderung möglich<sup>832</sup>.

Ob die Ermächtigung als solche eine Satzungsbestimmung ist, lässt sich nicht eindeutig beurteilen. Für eine Qualifikation als Satzungsbestimmung spricht die an § 202 Abs 1 und 2 dAktG angelehnte Wortwahl sowie die hohen Mehrheitsanforderungen; dagegen spricht, dass auch zu Maßnahmen ermächtigt werden kann, für die eine Satzungsgrundlage nicht erforderlich ist (etwa der Rückkauf eigener Aktien nach § 71 Abs 1 Z 8 dAktG)<sup>833</sup>. Wenn auch die stärkeren Gründe dafür sprechen, der Ermächtigung zumindest inhaltlich Satzungscharakter beizulegen, kann die Frage dahingestellt bleiben, da die Eintragung der Ermächtigung in das Handelsregister keine Wirksamkeitsvoraussetzung ist, gleichwohl wäre die Eintragung zuzulassen<sup>834</sup>.

## 5.7 *Praktische Bedeutung der Vorratsbeschlüsse*

Für die Praxis wurde den Vorratsbeschlüssen im Schrifttum keine wesentliche Bedeutung beigemessen<sup>835</sup>, wobei davon ausgegangen wurde, dass schon die Fassung eines Ermächtigungsbeschlusses den Aktienkurs belasten würde<sup>836</sup> und zudem der Beschluss durch eine Anfechtungsklage der Aktionäre angegriffen werden könnte<sup>837</sup>. Da der Vorratsbeschluss nur für 18 Monate gültig ist, kann ein potenzieller Bieter mit einer gegebenen Sperrminorität - bei geringer Hauptversammlungspräsenz reichen hierfür 10 bis 15% - einen Erneuerungsbeschluss verhindern<sup>838</sup>.

Die Auffassung von der praktischen Irrelevanz der Vorratsbeschlüsse scheint dadurch bestätigt, dass deutsche Aktiengesellschaften von dieser Möglichkeit bislang nahezu keinen

---

<sup>830</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 226.

<sup>831</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 41 (FN 83).

<sup>832</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 131.

<sup>833</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 112.

<sup>834</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 112.

<sup>835</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (12): „Schattendasein“; Krause, Zwei Jahre Praxis mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, NJW 2004, 3681 (3683).

<sup>836</sup> DAV-Handelsrechtsausschuss zum RegE Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZIP 2001, 1736 (1739).

<sup>837</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 33.

<sup>838</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 46 (54): „strategisch planender Bieter“.

Gebrauch gemacht haben<sup>839</sup>. Wegen der zeitlichen Befristung des Beschlusses, wegen der Ungewissheit, ob überhaupt eine Übernahme erfolgen wird, wegen der zu erwartenden Ablehnung durch institutionelle Anleger und wegen der ansonsten bestehenden Möglichkeiten der Übernahmeabwehr werden deutsche Unternehmen von dieser Möglichkeit auch weiterhin kaum Gebrauch machen. Die Bedeutung des § 33 Abs 2 WpÜG ist für die Praxis äußerst gering<sup>840</sup>, obwohl gerade hierdurch in einer Übernahmeauseinandersetzung für den Vorstand der Zielgesellschaft eine sichere Rechtsgrundlage geschaffen würde.

Bei sich ändernden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen kann es jedoch sinnvoll und praktisch umsetzbar sein, dass sich ein Unternehmen auch erkennbar nach außen gegen Übernahmen „wappnet“ und die Hauptversammlung im Vorhinein festlegt, dass der Vorstand gegen ein Angebot „kämpfen“ soll<sup>841</sup>. So kann ein Vorratsbeschluss durchaus von Bedeutung sein, wenn in einer wirtschaftlich krisenhaften Situation die Gefahr besteht, dass aggressive Bieter in den Markt eingreifen. Dann kann ein Vorratsbeschluss als präventive Abwehrmaßnahmen hoch wirksam sein, weil die Hauptversammlung eindeutig Abwehrbereitschaft signalisiert. Dem Vorstand dürfte es in einem solchen Fall nicht an Argumenten fehlen, um auch institutionelle Anleger von der Notwendigkeit eines Vorratsbeschlusses zu überzeugen.

---

<sup>839</sup> bislang ist nur ein Fall bekannt: IM Internationalmedia AG, Elektronischer BAnz vom 17. 4. 2003.

<sup>840</sup> *Thaeter*, NZG 2001, 789 (790); *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (12).

<sup>841</sup> *Thaeter*, NZG 2001, 789 (791).

## 6 Due Diligence<sup>842</sup>-Prüfung

Da eine Übernahme in der Regel außerordentlich hohe Investitionen erfordert, muss der Bieter die wirtschaftlichen Folgen eines Erwerbs sicher einschätzen können<sup>843</sup>. Hierzu wird entweder der Bieter oder - falls die Übernahme durch einen Paketkauf eingeleitet werden soll<sup>844</sup> - der verkaufsbereite Aktionär frühzeitig an die Zielgesellschaft herantreten, um eine Due Diligence-Prüfung anzufragen. Die professionelle Ermittlung von Chancen und Risiken hat sich zum standardisierten „Muss“ bei einer Unternehmensakquisition herausgebildet, teilweise wird in der Literatur von einer Verkehrssitte<sup>845</sup> gesprochen. Zwar wird eine Due Diligence-Prüfung in der Regel nur angefragt, wenn davon ausgegangen werden kann, dass der Vorstand der Zielgesellschaft einer Übernahme positiv gegenübersteht<sup>846</sup>. Rechnet der Bieter mit einer Ablehnung der Übernahme durch den Vorstand der Zielgesellschaft - etwa wenn die Auswechslung des Managements angestrebt wird -, so ist eine Informationsanfrage wenig sinnvoll<sup>847</sup>. Wird aber eine Due Diligence-Prüfung durchgeführt, so kann der Vorstand der Zielgesellschaft den Informationsfluss kontrollieren<sup>848</sup>, wodurch sich auch Möglichkeiten ergeben können, Argumente einfließen zu lassen, die gegen eine Übernahme sprechen. Durch die Verweigerung der Informationen wiederum kann das Transaktionsrisiko für den Bieter erhöht und schon dadurch eine Übernahme erschwert werden. Ob der Vorstand einer Zielgesellschaft dazu berechtigt ist, wird in der juristischen Literatur unterschiedlich beurteilt.

---

<sup>842</sup> Der Begriff hat seinen Ursprung in kapitalmarktrechtlichen Vorschriften der USA, und zwar im Securities Act (1933) und dem Securities Exchange Act (1934); ursprünglich war damit ein haftungsrechtlicher Verhaltensstandard gemeint; dazu: *Körber*, Geschäftsleitung der Zielgesellschaft und due diligence bei Paketerwerb und Unternehmenskauf, NZG 2002, 263.

<sup>843</sup> *Winter/Harbarth*, Corporate Governance und Unternehmensübernahmen in *Hommelhoff/Hopt/von Werder* (Hrsg), Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup> (2009) 463 (497); *Hemeling*, Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence, ZHR 169 (2005) 274 (277); *Kiethe*, Vorstandshaftung aufgrund fehlerhafter Due Diligence beim Unternehmenskauf, NZG 1999, 976 (977); *Krüger/Kalbfleisch*, Due Diligence bei Kauf und Verkauf von Unternehmen - Rechtliche und steuerliche Aspekte der Vorprüfung beim Unternehmenskauf, DStR 1999, 174 (175).

<sup>844</sup> *Ekkenga* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 31.

<sup>845</sup> *Böttcher*, Verpflichtung des Vorstands einer AG zur Durchführung einer Due Diligence, NZG 2005, 49 (50).

<sup>846</sup> *Hasselbach*, Die Weitergabe von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften - Unter Berücksichtigung des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. 10. 2004, NZG 2004, 1087.

<sup>847</sup> *Beisel* in *Beisel/Andreas*, Due Diligence (2007) § 4 Rz 28; *Müller*, Gestattung der Due Diligence durch den Vorstand der Aktiengesellschaft, NJW 2000, 3452 (3453) hält dies für ausgeschlossen.

<sup>848</sup> *Nowotny*, „Due Diligence“ und Gesellschaftsrecht, wbl 1998, 145 (148).

## 6.1 *Gestattung der Due Diligence-Prüfung*

Zuständig für die Entscheidung über die Zulassung der Due Diligence-Prüfung ist der Vorstand im Rahmen seiner umfassenden Geschäftsführungs- und Leitungsfunktion<sup>849</sup>. Wegen der erheblichen Bedeutung der Geheimhaltungsinteressen der Gesellschaft und der im Regelfall über die Ressortzuständigkeit eines einzelnen Vorstandsmitgliedes hinausgehenden Bedeutung wird in der überwiegenden Literatur ein Beschluss des Gesamtvorstandes für erforderlich gehalten<sup>850</sup>. Der Beschluss über die Zulassung der Prüfung durch den Bieter hat grundsätzlich nach § 77 Abs 1 dAktG/ § 71 Abs 2 öAktG einstimmig zu erfolgen, soweit sich aus Satzung oder Geschäftsordnung nichts anderes ergibt<sup>851</sup>. Die Hauptversammlung muss nicht konsultiert werden<sup>852</sup>; es liegt aber im Ermessen des Vorstands, über eine Frage der Geschäftsführung die Entscheidung der Hauptversammlung herbeizuführen (§ 119 Abs 2 dAktG/§ 103 Abs 2 öAktG). Die Zustimmung des Aufsichtsrates ist zwar nicht zwingend erforderlich, aber zweckmäßig<sup>853</sup>.

## 6.2 *Verschwiegenheitspflicht und Due Diligence-Prüfung*

Grundsätzlich besteht nach § 93 Abs 1 S 2 dAktG/§ 84 Abs 1 S 2 öAktG eine Verschwiegenheitspflicht, die es dem Vorstand verbietet, gesellschaftsrelevante Geheimnisse - etwa interne betriebswirtschaftliche Kennzahlen, die Unternehmensplanung und -strategie sowie Interna der Forschung und Produktentwicklung<sup>854</sup> - Dritten zugänglich zu machen. Gerade diese nicht öffentlich bekannten aber strategisch bedeutsamen Informationen sind für einen potenziellen Erwerber von Interesse. Der Gesetzgeber hat den daraus entstehenden

---

<sup>849</sup> *Hemeling*, ZHR 169 (2005) 274 (282).

<sup>850</sup> *Roschmann/Frey*, Geheimhaltungsverpflichtungen der Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften bei Unternehmenskäufen, AG 1996,449 (452); *Ziemons*, Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, AG 1999,492 (500); *Müller*, NJW 2000, 3452 (3453); *Stoffels*, Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer „Due Diligence“, ZHR 165 (2001) 362 (376); aA *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 124: Entscheidung kann von einem einzelnen Vorstandsmitglied im Rahmen seines Geschäftsbereichs allein getroffen werden, es sei denn, dass das Geheimnis von entscheidender Bedeutung für die Gesellschaft ist; *Schroeder*, Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten? DB 1997, 2161 (2162); *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 8.

<sup>851</sup> *Müller*, NJW 2000, 3452 (3453); *Ziemons*, AG 1999, 492 (500); aA *Schroeder*, DB 1997, 2161(2162): Mehrheitsbeschluss.

<sup>852</sup> *Roschmann/Frey*, AG 1996,449 (451); *Mertens K.*, Die Information des Erwerbers einer wesentlichen Unternehmensbeteiligung an einer Aktiengesellschaft durch deren Vorstand, AG 1997, 541; *Hemeling*, ZHR 169 (2005) 274 (282); *Müller*, NJW 2000, 3452; aA *Ziemons*, AG 1999,492 (495): Entscheidung der HV notwendig, wenn kein „überragenden Gesellschaftsinteresses“ vorliegt.

<sup>853</sup> *Holzappel/Pöllath*, Unternehmenskauf in Recht und Praxis<sup>13</sup> (2008) Rz 16; *Beisel/Klumpp*, Der Unternehmenskauf<sup>6</sup> (2009) Kapitel 2, Rz 16.

<sup>854</sup> *Mertens*, Kölner Kommentar AktG<sup>2</sup> § 116 Rz 43 (44).

Konflikt im Übernahmerecht nicht geregelt; diese „schmerzliche Lücke“<sup>855</sup> führt zu unterschiedlichen Literaturmeinungen über die Grenzen der Informationsgewährung.

Nach hM<sup>856</sup> kann der Vorstand eine Due Diligence-Prüfung gestatten, wenn dies im Unternehmensinteresse liegt. Da die Verschwiegenheitspflicht keine absolute Geltung habe<sup>857</sup>, könne der Vorstand seine Entscheidung im Rahmen des unternehmerischen Ermessens treffen<sup>858</sup>. Ein Verstoß gegen die Verschwiegenheitspflicht liegt danach nicht vor, „wenn sich die Informationsweitergabe an Dritte gerade durch das Interesse der Gesellschaft am Zustandekommen der Transaktion rechtfertigen lässt“<sup>859</sup>.

Nach einer restriktiven Ansicht<sup>860</sup> ist der Vorstand grundsätzlich nicht berechtigt, im Rahmen einer Due Diligence Informationen weiterzugeben, da es kein Gesellschaftsinteresse dahingehend gäbe, wer Aktionär ist<sup>861</sup>. Die Weitergabe selektiver Daten sei lediglich in Ausnahme- oder Extremsituationen gestattet, wenn es sich um ein „ungewöhnliches und überragendes, anders nicht erreichbares, eigenes unternehmerisches Interesse der Gesellschaft handelt, gewissermaßen um eine einmalige und unwiederbringliche unternehmerische Chance“<sup>862</sup>, oder aber wenn ein Aktionär ansonsten durch die Verweigerung von Informationen „eingemauert“ würde<sup>863</sup>. Dagegen spricht schon, dass die Schweigepflicht kein Selbstzweck ist. Auch würde diese Auffassung im Ergebnis dazu führen, dass auch

---

<sup>855</sup> Ekkenga in Ehrliche/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 10 Rz 30.

<sup>856</sup> Hopt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 93 Rz 213; Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 120; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 8; Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 120; Schroeder, DB 1997, 2161 (2162); Fleischer, Konkurrenzangebote und Due Diligence, ZIP 2002, 651; Hemeling, ZHR 169 (2005), 275 (279); Mertens K., AG 1997, 541 (544); Müller, NJW 2000, 3452 (3453); Roschmann/Frey, AG 1996, 449 (452); Ziegler, „Due Diligence“ im Spannungsfeld zur Geheimhaltungspflicht von Geschäftsführern und Gesellschaftern, DStR 2000, 252; Ziemons, AG 1999, 493; Stoffels, ZHR 165 (2001) 363 (373); für Österreich: Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 310; Krejci, Verschwiegenheitspflichten des AG-Vorstandes bei Due-Diligence-Prüfungen, RdW 1999, 574 (575); Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 84 Rz 13; M. Strasser, Treuepflicht und „due diligence“-Prüfung, ecoloX 2001, 748 (750); Hofmann, Due Diligence – Möglichkeiten und Grenzen des Managements (2006) 200.

<sup>857</sup> Krejci, RdW 1999, 574.

<sup>858</sup> Nowotny, wbl 1998, 145 (148).

<sup>859</sup> Steinhardt in Steinmeyer/Häger WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 13; Krejci, RdW 1999, 574 (575); Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 8.

<sup>860</sup> Lutter, Due diligence des Erwerbers beim Kauf einer Beteiligung, ZIP 1997, 613 (617); Ziemons, AG 1999, 492 (495).

<sup>861</sup> Ziemons, AG 1999, 492 (495).

<sup>862</sup> Lutter, ZIP 1997, 613 (617).

<sup>863</sup> Ziemons, AG 1999, 492 (496); Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 8: Gestattung der Due Diligence nur, wenn ansonsten das Geschäft nicht zustande käme.

freundliche Übernahmen nicht zustande kämen<sup>864</sup>, da der Bieter quasi „blind“ kaufen müsse<sup>865</sup>; dies wäre ein erheblicher Nachteil auf dem internationalen Unternehmensmarkt<sup>866</sup>.

Da der Due Diligence-Prüfung - insbesondere für weltweit operierende Investmentgesellschaften - eine zentrale Bedeutung zukommt, wird in jüngerer Zeit gefordert, das Spannungsfeld Geheimhaltungspflicht/Offenbarungserlaubnis neu zu bewerten und dem Vorstand eine aktivere Rolle bei der Informationsgewährung einzuräumen<sup>867</sup>. Im Hinblick auf das wachsende Informationsbedürfnis des Kapitalmarkts und die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle müsse die „dynamische Kultur des Kaufs und Verkaufs von Unternehmensbeteiligungen“ in den Mittelpunkt der Überlegungen gestellt werden<sup>868</sup>. Dieser Auffassung kann zugestimmt werden, solange durch die Informationsfreigabe das Unternehmensinteresse gewahrt bleibt; ein Anspruch des Bieters auf Durchführung der Due Diligence ist jedenfalls abzulehnen, weil zwischen diesem und der Zielgesellschaft keine vertraglichen Beziehungen bestehen<sup>869</sup>. Eine zwingende Verpflichtung zur Gewährung der Due Diligence lässt sich dem Aktienrecht nicht entnehmen; unberücksichtigt bliebe danach auch, dass eine Übernahme nicht automatisch im Interesse der Aktionäre liegen muss; nur in extremen Fällen kann sich der Ermessensspielraum derart verengen, dass eine Ablehnung der Due Diligence Prüfung nicht vertretbar ist<sup>870</sup>.

Die hM - in Deutschland wie in Österreich - ist schon deshalb vorzugswürdig, weil nur eine Interessenabwägung zwischen der Geheimhaltungspflicht und den Informationsbedürfnissen eines Bieters oder eines verkaufsbereiten Aktionärs zu sachgerechten die Unternehmenspraxis berücksichtigenden Ergebnissen führt. Die restriktive Auffassung muss „heute als überholt angesehen werden“<sup>871</sup>. Daher kann sich der Vorstand vom übergeordneten Unternehmensinteresse leiten lassen<sup>872</sup>: wo „das Unternehmensinteresse gebietet zu reden,

---

<sup>864</sup> Müller, NJW 2000,3452 (3454).

<sup>865</sup> Werner, Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence, ZIP 2000, 989 (991).

<sup>866</sup> Kiethel, NZG 1999, 976 (979); Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 32.

<sup>867</sup> Zumbansen/Lachner, Die Geheimhaltungspflicht des Vorstands bei der Due Diligence: Neubewertung im globalisierten Geschäftsverkehr, BB 2006, 613.

<sup>868</sup> Zumbansen/Lachner, BB 2006, 613 (618).

<sup>869</sup> Stoffels, ZHR 165 (2001) 362 (369); Ziegler, DStR 2000, 249 (252).

<sup>870</sup> Winner, Zielgesellschaft 206.

<sup>871</sup> Schiessl, Pflicht zur Gleichbehandlung konkurrierender Übernahmeinteressenten bei der Due Diligence? in Grundmann ua, Festschrift Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag (2010) 2455 (2459).

<sup>872</sup> Hopt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 93 Rz 213; Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 120; Hüfner, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 8; Schroeder, DB 1997, 2161 (2162); Müller, NJW 2000, 3452 (3453); Roschmann/Frey, AG 1996, 449 (452); Ziegler, DStR 2000, 249 (252); Ziemons, AG 1999, 492 (493); Stoffels, ZHR 165 (2001) 363 (373).

hört die Schweigepflicht auf<sup>873</sup>. Das Unternehmensinteresse überwiegt die Geheimhaltungspflicht, wenn mit dem Aktionärswechsel wichtige strategische Vorteile verbunden sind<sup>874</sup> oder wenn Synergieeffekte erzielt, neue Märkte erschlossen oder die Kapitalausstattung verbessert werden können<sup>875</sup>, aber auch wenn eine Übernahme Voraussetzung für das Überleben der Gesellschaft ist<sup>876</sup> oder wenn eine Sanierungssituation vorliegt<sup>877</sup>. Denkbar ist aber auch, dass der Ermessensspielraum des Vorstandes der Zielgesellschaft auf null reduziert ist<sup>878</sup>, etwa wenn die Gefahr besteht, dass durch eine offenkundige Weigerung des Vorstands, den Verkauf zu unterstützen, in der Öffentlichkeit „Irritationen über das Unternehmensbild“ entstehen<sup>879</sup>. Wird ein attraktives Übernahmeangebot in Aussicht gestellt und ist erkennbar, dass die Aktionärsmehrheit damit einverstanden wäre, so resultiert aus der weitgehenden Begrenzung des Ermessensspielraums des Vorstands eine anspruchähnliche Rechtsbeziehung<sup>880</sup>, nicht aber ein klagbarer Anspruch.

Die Einsicht darf nicht schrankenlos gewährt werden, sie muss auf das Notwendige beschränkt sein, um im Falle des Scheiterns der Transaktion die Zielgesellschaft nicht zu schädigen<sup>881</sup>. So sollte eine mit ausreichenden und wirksamen Sanktionen versehene Verschwiegenheitserklärung<sup>882</sup> vereinbart werden und die Informationsweitergabe nur an einen speziell beauftragten Dritten erfolgen, der berufsrechtlich<sup>883</sup> oder rechtsgeschäftlich<sup>884</sup> zur Vertraulichkeit verpflichtet ist und zudem auch von der Zielgesellschaft akzeptiert wird. Auch sollten keine Originalurkunden herausgegeben werden, der Zugang zu den Informationen sollte durch Nutzung eines eigens eingerichteten „data-room“ eingeschränkt

---

<sup>873</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 120.

<sup>874</sup> Stoffels, ZHR 165 (2001) 363 (373); M.Strasser, *ecolex* 2001, 748 (751); Ziemons, AG 1999, 492 (500).

<sup>875</sup> Schroeder, DB 1997, 2161 (2162); Müller, NJW 2000, 3452 (3453).

<sup>876</sup> Körber, NZG 2002, 263 (270).

<sup>877</sup> Hemeling, ZHR 169 (2005) 274 (280).

<sup>878</sup> Zu Ausnahmefällen der Ermessensreduzierung auf null: Körber, NZG 2002, 263 (270).

<sup>879</sup> Krejci, RdW 1999, 574 (576).

<sup>880</sup> Hemeling, ZHR 169 (2005) 274 (291).

<sup>881</sup> Ziemons, AG 1999, 492; Hemeling, ZHR 169 (2005) 275 (281); Körber, NZG 2002, 263 (271); Stoffels, ZHR 165 (2001) 362 (376); K. Mertens, AG 1997, 541 (546); Kieth, NZG 1999, 976 (978); Schroeder, DB 1997, 2161 (2166), Meincke, Geheimhaltungspflichten im Wirtschaftsrecht, WM 1998, 749 (751); Winner, Zielgesellschaft 201.

<sup>882</sup> Roschmann/Frey, AG 1996, 449 (451); Werner, ZIP 2000, 989 (991); Mertens K., AG 1997, 541 (546); Müller, NJW 2000, 3452 (3454).

<sup>883</sup> Hemeling, ZHR 169 (2005) 275 (282); Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1384); Krejci, RdW 1999, 574 (575); Nowotny, wbl 1998, 145 (147).

<sup>884</sup> nach Auffassung von Winner, Zielgesellschaft 201, ist dies ausreichend, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft der Bestellung des Sachverständigen zustimmt, da so die Vertrauenswürdigkeit sichergestellt sei.

werden und das Ausmaß der Offenlegung sollte vom Fortschritt der Verhandlungen abhängig gemacht werden<sup>885</sup>.

Der Vorstand trifft keine „Alles-oder-nichts“-Entscheidung<sup>886</sup>, sondern kann die Prüfung in einem abgestuften Prozess<sup>887</sup> auch unter Auflagen und Bedingungen gestatten<sup>888</sup>. Die Informationsweitergabe kann danach austariert werden („Feinststeuerung“<sup>889</sup>), ob der Bieter ein der Treuepflicht unterliegender Gesellschafter, ein Finanzinvestor oder ein Vertragspartner (Zulieferer) oder gar ein Mitbewerber ist<sup>890</sup>. So kann etwa die Gestattung der Einsichtnahme eines Finanzinvestors in konkrete Lieferverträge der Zielgesellschaft zulässig sein, während ein Wettbewerber nur allgemeine Informationen erhalten sollte<sup>891</sup>. Verdichtet sich jedoch die Erwerbsabsicht, so kann umfangreicher und genauer informiert werden. Unter Beachtung dieser Vorsichtsmaßnahmen stellt die Informationsweitergabe keine Pflichtverletzung dar<sup>892</sup>. Auch das WpÜG scheint zumindest implizit von der Zulässigkeit der Due Diligence-Prüfung auszugehen<sup>893</sup>.

Bei börsennotierten Gesellschaften kann der Vorstand gegenüber einem Aktionär hingegen die Due Diligence-Prüfung verweigern, weil die vorhandenen Informationen aufgrund der Publizitätsvorschriften als ausreichend anzusehen sind<sup>894</sup>. Eine Verweigerung kommt auch in Betracht, wenn der Bieter keine eindeutigen Kaufabsichten hat, die unternehmerischen Ziele des Bieters unrealistisch sind oder die Untersagung des Aktienerwerbs durch die Kartellbehörden offenkundig ist, wenn die Zielgesellschaft vom Markt verdrängt, ausgeplündert, geschädigt oder zerschlagen werden soll<sup>895</sup>. Auch gegenüber einem Finanzinvestor kann die Unternehmensprüfung verweigert werden, da das Informationsinteresse eines Wertpapiererwerbers nicht geschützt wird<sup>896</sup>. Nicht zu berücksichtigen sind persönliche Interessen der Vorstandsmitglieder oder des externen

---

<sup>885</sup> M. Strasser, *ecolex* 2001, 748 (750).

<sup>886</sup> Müller, *NJW* 2000, 3452 (3454).

<sup>887</sup> Stoffels, *ZHR* 165 (2001) 362 (374); Winner, Zielgesellschaft 201: in aggregierter Form.

<sup>888</sup> Müller, *NJW* 2000, 3452 (3453), spricht von „abgestuften Abwägungsermessen“.

<sup>889</sup> Körber, *NZG* 2002, 263 (270).

<sup>890</sup> Mertens K., *AG* 1997, 541 (544).

<sup>891</sup> Müller, *NJW* 2000, 3452 (3453).

<sup>892</sup> Nowotny in *Doralt/Nowotny/Kalss*, *AktG* § 84 Rz 15.

<sup>893</sup> Oechsler in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, *WpÜG* § 10 Rz 32.

<sup>894</sup> Liekefett, *Due Diligence bei M&A-Transaktionen* (2005) 257.

<sup>895</sup> Schroeder, *DB* 1997, 2161 (2163).

<sup>896</sup> Ziemons, *AG* 1999, 492 (499).

Erwerbers; ebenso wenig darf in die Abwägung des Vorstands die Zusammensetzung des Aktionärskreises einfließen<sup>897</sup>.

Der Vorstand muss aber auch berücksichtigen, dass eine Verweigerung der Due Diligence-Prüfung sich negativ auf den Aktienkurs auswirken kann und deshalb für die Gesellschaft nachteilig ist. Es liegt im Interesse der Zielgesellschaft, dass der Vorstand eine Veräußerung zu schlechten Konditionen vermeidet, um den Börsenwert der Zielgesellschaft zu erhalten. Gleichfalls ist eine mögliche negative Rückwirkung bei Stocken oder gar Scheitern der Veräußerung auf die Zielgesellschaft zu berücksichtigen<sup>898</sup>. Wird eine Due Diligence nicht durchgeführt, so muss ein verkaufsbereiter Großaktionär mit einem niedrigeren Preis rechnen<sup>899</sup>. Aber auch wenn damit die gesamte Transaktion gefährdet ist, kann im Hinblick auf das übergeordnete Unternehmensinteresse die Informationsweitergabe verweigert werden<sup>900</sup>.

Wird eine Due Diligence-Prüfung strikt verweigert, um eine Übernahme zu verhindern, so kann dies gegen die (eingeschränkte) Neutralitätspflicht verstoßen<sup>901</sup>. Der Vorstand sollte die Durchführung der Due Diligence dazu nutzen, die Pläne des Bieters besser kennen lernen, um Probleme des Übernahmekonzepts aufzudecken, die den Bieter dazu veranlassen können, von seinem Vorhaben abzurücken. Genauso ist vorstellbar, dass der Vorstand der Zielgesellschaft nach besserer Kenntnis der wirtschaftlichen Ziele des Bieters eine Übernahme gutheißt.

### **6.3      *Due Diligence bei konkurrierenden Bietern***

Die Handlungsspielräume des Vorstands können sich dadurch verkürzen, dass in einer Übernahmesituation konkurrierende Bieter an die Zielgesellschaft herantreten und einem (freundlichen) Bieter bereits die Due Diligence gestattet wurde. Dann ist fraglich, ob den anderen (feindlichen) Bietern gleichartige Informationen gegeben werden müssen.

Das - deutsche wie österreichische - Übernahmerecht ist von einer die Konkurrenz fördernden Grundhaltung geprägt<sup>902</sup>. Ein konkurrierender Bieter kann auch schon vor

---

<sup>897</sup> Körber, NZG 2002, 262 (269).

<sup>898</sup> Mertens K., AG 1997, 541 (545); Müller, NJW 2000, 3452 (3454).

<sup>899</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 120.

<sup>900</sup> Stoffels, ZHR 165 (2001) 362 (374).

<sup>901</sup> Hemeling, ZHR 169 (2005) 274 (292).

<sup>902</sup> Winner, Zielgesellschaft 203.

Veröffentlichung eines (feindlichen) Übernahmeangebots angesprochen werden<sup>903</sup>. Eine ausdrückliche Regelung, welche Verhaltenspflichten gegenüber einem konkurrierenden Bieter bestehen, enthält das Übernahmerecht jedoch nicht<sup>904</sup>. Nach hM im europäischen Ausland<sup>905</sup> ebenso wie in Deutschland<sup>906</sup> und in Österreich<sup>907</sup> ist der Vorstand der Zielgesellschaft verpflichtet, konkurrierende Bieter gleich zu behandeln, insbesondere wenn anzunehmen ist, dass der konkurrierende Bieter ein besseres Angebot legen wird. Die dogmatische Begründung ist vielfältig: teilweise werden die Regelungen zum konkurrierenden Angebot nach § 22 WpÜG<sup>908</sup>, die Neutralitätspflicht<sup>909</sup> sowie das übernahme-<sup>910</sup> oder auch aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot<sup>911</sup> herangezogen. Auch wird die Rechtsgrundlage in einer Gesamtschau einzelner Vorschriften und den dem WpÜG innewohnenden Wertungen gesehen<sup>912</sup> oder es wird auf eine „behutsame Verbreiterung“ des § 22 Abs 3 WpÜG abgestellt, der sich „als Ausfluss eines normkonzipierenden Prinzips der Bietergleichbehandlung“ erweise<sup>913</sup>. Auch im österreichischen Schrifttum wird eine übernahmerechtliche Begründung thematisiert, wobei § 3 Z 1 und Z 3 sowie § 12 ÜbG herangezogen werden<sup>914</sup>. Gegen die Anwendung von § 3 Z 1 ÜbG spricht, dass die hierin enthaltene Gleichbehandlung die Aktionäre der Zielgesellschaft und nicht den Bieter schützt. Eine Pflicht zur „aktiven Gleichbehandlung“<sup>915</sup> lässt sich auch nicht aus § 12 ÜbG ableiten, da hiermit keine Verpflichtung zur Neutralität gemeint ist, sondern das Verbot, Angebote zu verhindern<sup>916</sup>. Die Pflicht zur Gleichbehandlung des konkurrierenden Bieters kann auch nicht aus dem allgemeinen Verhaltensmaßstab nach § 3 Z 3 ÜbG geschlossen werden, da ansonsten jedem Erstbieter gegenüber eine entsprechende Pflicht anzuerkennen wäre, obwohl eine Übernahme nicht immer im Interesse der Aktionäre liegen muss<sup>917</sup>. In der jüngeren Literatur

---

<sup>903</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 10 Rz 108; *Hopt*, ZGR 2002, 333 (357); aA wegen der Geheimhaltungspflichten: *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84.

<sup>904</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 203.

<sup>905</sup> *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (652); *Liekefett*, Due Diligence 220, mit Hinweis auf Rule 20.2 City Code und das französische und schweizerische Übernahmerecht.

<sup>906</sup> *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 13; aA *Assmann*, Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationsverbots, ZGR 2002, 697 (709).

<sup>907</sup> *Nowotny*, wbl 1998, 147 (149).

<sup>908</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 158; *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654); *Hopt*, ZGR 2002, 333 (358).

<sup>909</sup> *Oechsler* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 10 Rz 33a; *Hirte*, ZGR 2002, 623 (640).

<sup>910</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 77; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 13.

<sup>911</sup> *Stoffels*, ZHR 165 (2001) 362 (382); *Lutter*, ZIP 1997, 613 (618); auch nach hM in Österreich: *M. Strasser*, *ecolex* 2001, 748 (751).

<sup>912</sup> *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 13.

<sup>913</sup> *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654).

<sup>914</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 204.

<sup>915</sup> *Hausmaninger/Herbst*, Übernahmegesetz Kommentar (1999) § 12 Rz 4.

<sup>916</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 204.

<sup>917</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 206.

wird daher eine Pflicht zur Gleichbehandlung abgelehnt, weil dies im Ergebnis dazu führen würde, dass der Vorstand, der einmal eine Due Diligence gestattet hat und den Aktionären die Annahme des Angebots empfehlen will, verpflichtet wäre, das Unternehmen „zu verauktionieren“<sup>918</sup>. Ein etwaiger Gleichbehandlungsanspruch würde zu restriktiver Handhabung der Due Diligence führen; zudem sei rechtstatsächlich nicht bekannt, dass einem anderen Interessenten aus Gründen der Gleichbehandlung die Due Diligence angeboten wurde<sup>919</sup>. Soweit eine Gleichbehandlungspflicht abgelehnt wird, soll die Entscheidung in das pflichtgemäße Ermessen des Vorstands gelegt werden, wobei darauf abzustellen ist, ob die Informationsweitergabe an einen konkurrierenden Bieter im Unternehmensinteresse liegt<sup>920</sup>.

Aber auch soweit die Gleichbehandlung der Bieter bejaht wird, sind Ausnahmen anerkannt, wenn das Unternehmensinteresse hierdurch gefährdet wäre<sup>921</sup>. Dem konkurrierenden Bieter kann die Due Diligence verweigert werden, wenn zB das Angebot nicht ernst gemeint ist, wenn es an der finanziellen Leistungsfähigkeit fehlt oder der Bieter keine Vertraulichkeitserklärung abgeben will<sup>922</sup>. Hat der Erstbieter angekündigt, dass die Verhandlungen über die Übernahme abgebrochen werden, wenn einem konkurrierenden Bieter Einsicht gewährt wird, so hat der Vorstand der Zielgesellschaft die Wahrscheinlichkeit abzuwägen, welcher Bieter tatsächlich ein Angebot abgeben wird<sup>923</sup>. Steht der konkurrierende Bieter im Wettbewerb mit der Zielgesellschaft, so kann die Einsichtgewährung nur als ultima ratio verweigert werden<sup>924</sup>, sachgerecht ist auch in diesem Fall eine nach Inhalt sowie Art und Weise abgestufte Informationsweitergabe<sup>925</sup>. Liegen anzuerkennende Konflikte mit dem Unternehmensinteresse nicht vor, so muss der Vorstand der Zielgesellschaft auch einem konkurrierenden (feindlichen) Bieter die Due Diligence gestatten<sup>926</sup>.

#### **6.4 Pflicht des Bieters zur Due Diligence-Prüfung**

Hat der Vorstand der Zielgesellschaft rechtmäßig eine sorgfältige Unternehmensprüfung verweigert, so stellt sich die Frage, ob ein Bieter, der in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft organisiert ist, das geplante Übernahmeverhaben zulässigerweise weiter

---

<sup>918</sup> *Schiessl*, FS Hopt (2010) 2455 (2462).

<sup>919</sup> *Schiessl*, FS Hopt (2010) 2455 (2457).

<sup>920</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 206; *Schiessl*, FS Hopt (2010) 2455 (2464).

<sup>921</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 77; aufgrund teleologischer Reduktion: *Krejci*, RdW 1999, 574 (576); *Winner*, Zielgesellschaft, 208.

<sup>922</sup> *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654); *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 13.

<sup>923</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 77; *Winner*, Zielgesellschaft 208.

<sup>924</sup> *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (655).

<sup>925</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 209.

<sup>926</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 206.

verfolgen darf. Schon aus § 93 Abs 1 S 1 dAktG/§ 84 Abs 1 öAktG ergibt sich die Pflicht, ein Unternehmen vor Erwerb sorgfältig zu prüfen<sup>927</sup>. Da der Vorstand einer Bieter-Aktiengesellschaft verpflichtet ist, Entscheidungen auf Grundlage angemessener Informationen zu treffen, ist die Durchführung einer Due Diligence-Prüfung grundsätzlich erforderlich, wenn ein Unternehmen übernommen werden soll<sup>928</sup>. Zwar kann der Vorstand im Rahmen des ihm zustehenden Ermessens auch bewusst geschäftliche Risiken eingehen und sich der Gefahr von Fehlbeurteilungen und Fehleinschätzungen aussetzen. Die Bereitschaft des Vorstands, unternehmerische Risiken einzugehen, darf aber nicht in unverantwortlicher Weise überspannt werden<sup>929</sup>. Je größer die wirtschaftliche Bedeutung einer Übernahme ist, desto eher ist die Durchführung der Due Diligence geboten<sup>930</sup>. Nach einer empirischen Untersuchung hat die Durchführung einer Due Diligence einen erheblichen Einfluss auf den berechneten Unternehmenswert der Zielgesellschaft, auf den Kaufpreis sowie die Vertragsgestaltung<sup>931</sup>. Ein Verzicht auf eine Due Diligence ist nicht sorgfaltswidrig, wenn die Gesamtwürdigung der konkreten Umstände des Einzelfalls und eine Risikoabwägung zu dem Ergebnis kommen, dass der Erwerb jedenfalls im Unternehmensinteresse liegt<sup>932</sup>.

Nach einer Mindermeinung im Schrifttum muss der Bieter, der eine Due Diligence für erforderlich hielt, vom beabsichtigten Unternehmenserwerb Abstand nehmen, wenn die Zielgesellschaft die Einsichtnahme verweigert; das unternehmerische Ermessen des Vorstands des Bieters reduziere sich dann auf null, so dass nur der Verzicht auf einen Erwerb mit der Sorgfaltspflicht vereinbar wäre<sup>933</sup>. Dann sei nämlich anzunehmen, dass der Vorstand der Zielgesellschaft bedeutsame Sachverhalte verschleiern wolle<sup>934</sup>. Nach hM besteht jedoch keine grundsätzliche Verpflichtung des Bieters zur Durchführung einer Due Diligence<sup>935</sup>, da einerseits der Vorstand der Zielgesellschaft nicht verpflichtet ist, eine solche zu gestatten<sup>936</sup>, andererseits auch ein Verzicht des Bieters auf eine Due Diligence durchaus vom

---

<sup>927</sup> So schon nach früherer Rechtslage: *Werner*, ZIP 2000, 989 (996); LG Hannover, AG 1977, 198 (200); *Ekkenga* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 39.

<sup>928</sup> *Böttcher*, Organpflichten beim Unternehmenskauf, NZG 2007, 481 (483); *Lutter*, ZIP 2007, 841 (844).

<sup>929</sup> BGHZ 135,244 (253) – „ARAG/Garmenbeck“; BGHZ 136,133(140) – „Siemens/Nold“.

<sup>930</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 86; *Böttcher*, NZG 2007, 481 (484); *Liese/Theusinger*, Geschäftsführerhaftung aufgrund einer Fehlinvestition, BB 2007, 71.

<sup>931</sup> *Berens/Strauch*, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen - Eine empirische Untersuchung (2002) (teilweise abgedruckt in WPg 2002, 511).

<sup>932</sup> *Hemeling*, ZHR 169 (2005) 274 (276); *Böttcher*, NZG 2007, 481 (484); *Krejci*, Sorgfalt und Unternehmerwagnis, in *Kalss*, Festschrift Peter Doralt zum 65. Geburtstag (2004) 351 (360).

<sup>933</sup> *Kiethe*, NZG 1999, 976 (981).

<sup>934</sup> *Kiethe*, NZG 1999, 976 (983).

<sup>935</sup> *Beisel* in *Beisel/Klumpp*, Unternehmenskauf<sup>6</sup> 2. Kapitel Rz 11; *Hemeling*, ZHR 169 (2005) 274 (277).

<sup>936</sup> *Werner*, ZIP 2000, 989 (996).

unternehmerischen Ermessen gedeckt sein kann<sup>937</sup>, etwa wenn anderweitig ausreichende Informationen über die Zielgesellschaft zur Verfügung stehen. Müsste der Bieter von einer Übernahme Abstand nehmen, weil die Durchführung einer Due Diligence nicht gestattet wird, so wären konsequenterweise feindliche Übernahme ausgeschlossen.

## **6.5 Geheimhaltungspflichten und Insiderrecht**

Ein frühzeitiges Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht kann die gesamte Transaktion gefährden. Um dies zu verhindern, sind Bieter und Zielgesellschaft nach § 3 Abs 5 WpÜG<sup>938</sup>/ §§ 5 Abs 1, 6 Abs 2 ÜbG im Vorfeld einer Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots zur Geheimhaltung verpflichtet; hierdurch sollen Marktverzerrungen vermieden werden<sup>939</sup>. Dennoch könnten Informationen über eine erste Kontaktaufnahme „durchsickern“ oder Gerüchte und Spekulationen über ein bevorstehendes Angebot zirkulieren. Sofern dies den Aktienkurs erheblich beeinflusst, wird die Pflicht zur Geheimhaltung durch eine Bekanntmachungspflicht abgelöst, die sich aus § 3 Abs 5 WpÜG<sup>940</sup>/ §§ 5 Abs 2, 6 Abs 2 ÜbG<sup>941</sup> ergibt. Andererseits kann eine frühzeitige Bekanntmachung unzulässig sein, wenn dem Bieter dadurch die Durchführung des Angebots erschwert wird, ohne dass dies durch die berechtigten Interessen der Aktionäre gerechtfertigt wäre<sup>942</sup>; zu bedenken wären auch die negativen Auswirkungen auf die Zielgesellschaft (zB Verunsicherung der Mitarbeiter)<sup>943</sup>.

Eine ad-hoc-Mitteilung (§ 15 Abs 1 WpHG/ § 48d Abs 1 BörseG) ist weder aufgrund der Anfrage des Bieters nach einer Due Diligence noch aus Anlass ihrer Gestattung abzugeben, da es an einer hinreichenden Konkretisierung als Insiderinformation fehlt<sup>944</sup>. Dem Transparenzgebot unterliegen nur solche nicht öffentlich bekannten Umstände oder Ereignisse, deren Veröffentlichung geeignet wäre, den Marktwert der Aktien wesentlich zu beeinflussen. Da die Übernahme ein mehrstufiger Prozess ist, kann aus einer ersten Kontaktaufnahme nicht geschlossen werden, dass es zu einer tatsächlichen Übernahme kommt; demgemäß liegt für die Gesellschaft keine publizitätspflichtige Tatsache vor<sup>945</sup>. Ob

---

<sup>937</sup> Werner, ZIP 2000, 989 (993).

<sup>938</sup> Steinhardt in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 19.

<sup>939</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 6 Rz 7.

<sup>940</sup> Steinhardt in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 19.

<sup>941</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 6 Rz 8.

<sup>942</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 26.

<sup>943</sup> Diekmann/Sustmann, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 929 (935).

<sup>944</sup> Liekefett, Due Diligence 229.

<sup>945</sup> Winkler/Vaclawek, Ad-hoc-Publizität/Beteiligungspublizität/Insiderproblematik bei Beteiligungsveräußerungen, RdW 2004, 258 (262); Ziemons, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537 (538).

eine Übernahme wahrscheinlich ist, hängt von einer ex-ante-Prognose aus Sicht eines verständigen Anlegers ab<sup>946</sup>. Selbst bei der Durchführung einer Due Diligence-Prüfung ist nicht hinreichend wahrscheinlich, dass es zu einer Übernahme kommt<sup>947</sup>.

Die Weitergabe von nicht öffentlich bekannten Unternehmensinformationen im Rahmen einer Due Diligence-Prüfung ist auch insiderrechtlich zulässig, weil sie einem berechtigten Interesse dient, das in der Abwägung den Schutzzweck der Insiderregelungen überwiegt<sup>948</sup> und daher „befugt“ erfolgt<sup>949</sup>. Auch seitens des Bieters werden keine Insiderinformationen dadurch unbefugt preisgegeben, dass die Zielgesellschaft über eine möglicherweise anzubahnende Übernahme informiert wird. Die Auslotung einer möglichen „freundlichen“ Übernahme liegt überwiegend im unternehmerischen Interesse des Bieters sowie im schützenswerten Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre<sup>950</sup>.

Eine Übernahme nach Durchführung einer Due Diligence-Prüfung widerspricht nicht dem Insiderhandelsverbot<sup>951</sup>. In der Regierungsbegründung zu § 14 Abs 1 WpHG wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass der Paketerwerb von Aktien auch dann zulässig bleibt, „wenn sich der potenzielle Erwerber im Rahmen der Vertragsverhandlungen die Unterlagen des zu veräußernden Unternehmens vorlegen lässt und hierdurch Kenntnis von Insidertatsachen erhält“<sup>952</sup>. Dies gilt jedenfalls dann, wenn ein „wirklicher Paketkauf“, dh der Erwerb einer über eine bloße Finanzanlage hinausgehenden unternehmerischen Beteiligung angestrebt wird<sup>953</sup>. Auch die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots nach Durchführung einer Due Diligence verstößt nicht gegen das Insiderhandelsverbot<sup>954</sup>. Öffentliche Übernahmeangebote sind insiderrechtlich unproblematisch, wenn - wie üblich - der Angebotspreis über dem Börsenkurs der Zielgesellschaft liegt<sup>955</sup>. Wird eine Übernahme

---

<sup>946</sup> BGH WM 2008, 641; *Lebherz*, Publizitätspflichten bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, WM 2010, 154 (157).

<sup>947</sup> Einzelheiten in Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde vom 06.03.2006 betreffend Ad-hoc Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, abrufbar unter <http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/detail.html?doc=CMS1157374845817&channel=CH0096> (30.8.2010).

<sup>948</sup> *Hofmann*, Due Diligence, 219.

<sup>949</sup> *Assmann* in *Assmann/Schneider (Hrsg)*, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar<sup>5</sup> (2009), § 14 Rz 113; *ders*, Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997,50 (55); *Götz*, Die unbefugte Weitergabe von Insidertatsachen, DB 1995, 1949; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1088).

<sup>950</sup> *Santelmann/Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 10 Rz 77.

<sup>951</sup> *Stoffels*, ZHR 165 (2001) 362 (381).

<sup>952</sup> RegBegr zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Dr 12/6679 47.

<sup>953</sup> *Schmidt-Diemitz*, Pakethandel und das Weitergabeverbot von Insiderwissen, DB 1996, 1809 (1810); *Schroeder*, DB 1997, 2161 (2165).

<sup>954</sup> *Beisel* in *Beisel/Klumpp*, Der Unternehmenskauf<sup>6</sup> 2. Kapitel Rz 18.

<sup>955</sup> EuGH 23.12.2009 - C-45/08; abrufbar unter: [www.beck-online.de:BeckRS](http://www.beck-online.de:BeckRS) 2009, 71428 -, „Spector“ (30.8.2010).

sukzessiv aufgebaut, indem zunächst ein Aktienpaket erworben und danach ein öffentliches Angebot gestellt wird, so stellt auch dies keinen insiderrechtlichen Verstoß dar, sofern der Bieter einem Gesamtplan folgt, der schon vor Kenntnis von Insiderinformationen gefasst wurde<sup>956</sup>. Selbstverständlich ist auch ein sich an einen außerbörslichen Paketkauf anschließender Handel mit Aktien über die Börse unbedenklich, wenn dieser planmäßig erfolgt<sup>957</sup>.

Nur wenn die erlangten Informationen nicht ausschließlich im Interesse der Unternehmen, sondern zu Zwecken der persönlichen Bereicherung der beteiligten Personen ausgenutzt werden, liegt ein insiderrechtlicher Missbrauch vor. Ein Verstoß gegen § 14 Abs 1 Z 2 oder Z 3 WpHG/§ 48b BörseG ist auch anzunehmen, wenn der Bieter die Information über die Durchführung der Due Diligence an Dritte weitergibt oder ihnen auf der Grundlage der schon fortgeschrittenen Verhandlungen den Erwerb empfiehlt. Der Erwerb zusätzlicher, über das ursprünglich geplante Paket hinaus gehender Wertpapiere (alongside purchase) kann ebenfalls ein strafbares Verwenden sein<sup>958</sup>. Der Vorstand der Zielgesellschaft sollte die Entscheidungen des Bieters nach Durchführung einer Due Diligence dahingehend überprüfen, ob ein insiderrechtlicher Missbrauch gegeben ist, um Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr zu gewinnen.

## **6.6 Ergebnis**

Der Vorstand entscheidet unter Berücksichtigung des Unternehmensinteresses über die Gestattung einer Due Diligence-Prüfung. Das Entscheidungsermessen ist für den Vorstand der Zielgesellschaft weitgehend eingeschränkt, da eine Due Diligence-Prüfung zu den betriebswirtschaftlichen Standards bei Unternehmensakquisitionen zählt. Eine Verweigerung der Due Diligence-Prüfung kommt nur in begründeten Ausnahmefällen in Betracht, etwa wenn das Scheitern der Übernahme (zB aus kartellrechtlichen Gründen) evident ist, wenn der Erwerb durch einen Konkurrenten offensichtlich der Verdrängung vom Markt dient oder wenn mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist, dass die Übernahme zur Zerschlagung

---

<sup>956</sup> *Nikoleyczik/Gubitz*, Das Insiderhandelsverbot bei M&A-Transaktionen nach der „Spector“-Entscheidung des EuGH, GWR 2010, 159.

<sup>957</sup> *Rittmeister*, Due Diligence und Geheimhaltungspflichten beim Unternehmenskauf - Die Zulässigkeit der Gestattung einer Due Diligence durch den Vorstand oder die Geschäftsführer der Zielgesellschaft, NZG 2004, 1032 (1035); *Hemeling*, ZHR 169 (2005) 274 (285); *Wastl*, Der Handel mit größeren Aktienpaketen börsennotierter Unternehmen - Eine Bestandsaufnahme aus primär aktien-, börsen- und kapitalmarktrechtlicher Sicht, NZG 2000, 505 (511).

<sup>958</sup> *Beisel* in *Beisel/Klumpp*, Der Unternehmenskauf<sup>6</sup> 2. Kapitel Rz 18.

wesentlicher Unternehmensteile führen wird<sup>959</sup>. Die Verweigerung einer Due Diligence-Prüfung kommt nur als ultima ratio in Betracht, da das Gesellschaftsinteresse auch durch prozedurale Vorkehrungen gewahrt werden kann<sup>960</sup>. Die strikte Ablehnung der Due Diligence mit der Absicht, einen Erwerb zu verhindern, verstößt in der Regel nicht nur gegen das Unternehmensinteresse sondern vor allem auch gegen die aktienrechtliche Neutralitätspflicht, da in Verwertungsmöglichkeiten der Aktionäre eingegriffen wird.

Tritt ein konkurrierender Bieter auf, so ist nach dem Gleichbehandlungsgrundsatz auch diesem eine sorgfältige Prüfung zu gestatten, wenn dies für den anderen Bieter bereits ermöglicht wurde. Eine Verweigerung der Due Diligence gegenüber dem konkurrierenden Bieter ist nur in begründeten Ausnahmefällen zur Wahrung des Unternehmensinteresses zulässig. Insofern schränkt der Vorstand der Zielgesellschaft die Handlungsspielräume gegenüber einem „feindlichen“ konkurrierenden Bieter ein, wenn die Due Diligence bereits einem „freundlichen“ Bieter gestattet wurde.

Der Bieter ist zwar grundsätzlich verpflichtet, eine Due Diligence-Prüfung vorzunehmen<sup>961</sup>, er kann aber - insbesondere bei einer feindlichen Übernahme - ein öffentliches Übernahmeangebot stellen, ohne mit der Zielgesellschaft vorher Kontakt aufgenommen zu haben, da die kapitalmarktrechtlichen Pflichtinformationen für eine Risikoeinschätzung weitgehend ausreichen.

Zielgesellschaft und Bieter sind im Zusammenhang mit einer Due Diligence-Prüfung zur Geheimhaltung verpflichtet. Der Vorstand einer Zielgesellschaft ist daher grundsätzlich weder befugt noch verpflichtet, ein sich anbahnendes Übernahmeangebot aus Anlass einer Due Diligence-Prüfung bekannt zu machen, so dass für den Bieter die Gefahr einer frühzeitigen Veröffentlichung eher gering ist. Der Vorstand der Zielgesellschaft sollte darauf achten, ob im Zusammenhang mit der Durchführung der Due Diligence Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot vorliegen, woraus sich Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr ergeben können.

---

<sup>959</sup> *Schroeder*, DB 1997, 2161 (2163).

<sup>960</sup> *Körber*, NZG 2002, 263 (270).

<sup>961</sup> *Böttcher*, NZG 2007, 481 (484).

## 7 Stellungnahme der Zielgesellschaft

Die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft dient gerade bei unerwünschten Angeboten der Übernahmeabwehr<sup>962</sup>, da die Zielgesellschaft nicht nur berechtigt sondern gesetzlich sogar verpflichtet ist, die kritischen Punkte des Übernahmeangebots aufzuzeigen und dem unternehmerischen Konzept des Bieters die eigenen Ziele gegenüberzustellen<sup>963</sup>. Ablehnende Stellungnahmen des Vorstands gehören zum Alltag bei Übernahmeverfahren<sup>964</sup>; können die Aktionäre überzeugt werden, so werden sie das Übernahmeangebot ablehnen<sup>965</sup>, sofern der Bieter das Angebot nicht nachbessert. Bei einer freundlichen Übernahme spielt die Stellungnahme eine wichtige Rolle, da zur wahrheitsgetreuen Information der Aktionäre auch die kritischen Punkte des Angebots und insbesondere Interessenkonflikte zu benennen sind<sup>966</sup>.

### 7.1 Fristen

Sobald der Bieter sich zur Abgabe eines Angebots entschlossen oder die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt hat, ist er zur öffentlichen Bekanntmachung<sup>967</sup> und entsprechenden Mitteilung an die Organe der Zielgesellschaft verpflichtet (§§ 10 Abs 5, 35 WpÜG/§ 5 Abs 2 und 3 ÜbG). Der Bieter hat nach Veröffentlichung der Übernahmeabsicht innerhalb von vier Wochen (§ 14 WpÜG) bzw zehn Börsentagen (§ 10 Abs 1 ÜbG) - jeweils mit Verlängerungsmöglichkeit - die Angebotsunterlage der BaFin/Übernahmekommission zum Zwecke der Gestattung der Veröffentlichung vorzulegen. In Österreich muss die vom Bieter nach § 7 ÜbG zu erstellende Angebotsunterlage zusätzlich von einem Sachverständigen auf Vollständigkeit und Gesetzmäßigkeit geprüft werden (§ 9 ÜbG). Das Angebot ist der Übernahmekommission anzuzeigen, die ihrerseits die Gesetzmäßigkeit überprüft (§ 10 ÜbG). In gleicher Weise prüft die BaFin die Unterlage auf Vollständigkeit der Angaben nach § 11 WpÜG und der WpÜG-AV; die Prüfung erstreckt sich auch auf die Frage, ob ein offensichtlicher Verstoß gegen die Bestimmungen des WpÜG vorliegt (§ 15 Abs 1 WpÜG). Wurde die Angebotsunterlage von der BaFin/der Übernahmekommission nicht untersagt, so

---

<sup>962</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 13; Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 6; Krause, Das neue Übernahmerecht, NJW 2002, 705 (711).

<sup>963</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 16: einmalige Stellungnahme genügt.

<sup>964</sup> So gab es zB in Deutschland im Jahr 2009 bei den Übernahmeankündigungen drei Empfehlungen zur Annahme des Angebotes, während in drei Fällen keine Handlungsempfehlung und in vier Fällen eine Ablehnungsempfehlung abgegeben wurde: Blättchen/Nespethal, Finanzbetrieb 2009, 597 (600).

<sup>965</sup> Becker, ZHR 165 (2001) 280 (282); Krause, NJW 2002, 705 (711).

<sup>966</sup> Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 27 WpÜG Rz 6.

<sup>967</sup> Santelmann/Steinhardt in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 10 Rz 5; Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 5 Rz 15.

ist diese unverzüglich zu veröffentlichen (§ 14 Abs 2 WpÜG/§ 11 ÜbG) und dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln, der diese den Arbeitnehmern/dem Betriebsrat zuleitet (§ 14 Abs 4 WpÜG/§ 11 Abs 2 ÜbG); die gleiche Verpflichtung trifft auch den Bieter gegenüber seinen Arbeitnehmern (§ 14 Abs 4 WpÜG/§ 11 Abs 3 ÜbG).

Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben unverzüglich nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage eine begründete Äußerung zu verfassen und zu veröffentlichen (§ 27 Abs 3 WpÜG/§ 14 Abs 1 ÜbG) und diese auch dem Betriebsrat/den Arbeitnehmern zu übermitteln (§§ 27 Abs 3 S 1, 14 Abs 3 S 1 WpÜG/§ 14 Abs 3 iVm § 11 Abs 1a ÜbG). Nach § 14 Abs 3 S 2 ÜbG wird die Frist zur Veröffentlichung konkret festgelegt: zehn Börsentage ab Veröffentlichung der Angebotsunterlage, spätestens fünf Tage vor Ablauf der Annahmefrist. Wenn auch § 27 WpÜG hierfür keine gesetzliche Frist benennt, sollte die Stellungnahme bei einer deutschen Zielgesellschaft spätestens nach zwei Wochen veröffentlicht werden<sup>968</sup>, wobei die Verhältnisse des Einzelfalls zu berücksichtigen sind<sup>969</sup>. Die Stellungnahme muss jedenfalls rechtzeitig vor Ablauf der Angebotsfrist veröffentlicht werden<sup>970</sup>. Für den Vorstand einer österreichischen Zielgesellschaft kann sich der Zeitdruck für die Stellungnahme erhöhen<sup>971</sup>, da nach § 14 Abs 2 ÜbG ein Sachverständiger einzubeziehen ist; dies stellt „ein wichtiges Korrektiv für eine möglicherweise zu subjektive Stellungnahme des Vorstands“ dar<sup>972</sup>.

## **7.2 Die Pflicht zur Stellungnahme**

Nach § 27 WpÜG/§ 14 ÜbG sind Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft verpflichtet, zu dem Angebot eine begründete Stellungnahme abzugeben<sup>973</sup>, um den Aktionären eine zusätzliche Information für die Entscheidung über Annahme oder Ablehnung des Angebots zu geben<sup>974</sup>. Die Stellungnahmepflicht besteht für öffentliche Übernahmeangebote, Pflichtangebote und einfache Wertpapierwerbsangebote (bei Einstiegs- und

---

<sup>968</sup> So schon Art 18 Übernahmekodex, aber auch OLG Frankfurt am Main, AG 2006, 207 = ZIP 2006, 428; *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 125; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 77; für Mindestfrist von zwei Wochen *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 38; *Seibt*, Arbeitsrechtliche Aspekte des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, DB 2002, 529 (534); für Differenzierung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat *Ekkenga* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 27 Rz 40.

<sup>969</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 67; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 62.

<sup>970</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 43.

<sup>971</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 22: oftmals bleibt nur eine Woche Zeit.

<sup>972</sup> Erläuterungen zur RV ÜbG 1999, 35 (abgedruckt bei *Huber*, Übernahmegesetz § 14); kritisch zur Praxis: *Winner*, Ein gutes Jahrzehnt Übernahmerecht in Österreich - eine Würdigung, GesRZ 2010, 7 (11).

<sup>973</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 2; *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 10.

<sup>974</sup> *Bydlinski/Winner*, ÖBA 1998, 913 (917); *Winner*, Zielgesellschaft 159; *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 1.

Aufstockungsangeboten)<sup>975</sup>. Die Stellungnahme bezieht sich nicht nur auf die Angemessenheit der Gegenleistung, sondern auf die gesamte Angebotsunterlage<sup>976</sup>. Damit bietet sich dem Vorstand der Zielgesellschaft die Möglichkeit, die unternehmerischen Absichten des Bieters den eigenen Konzepten gegenüberzustellen und sich insgesamt mit der Angebotsunterlage des Bieters kritisch auseinander zu setzen<sup>977</sup>. Auch bei der Stellungnahme hat der Vorstand das Unternehmensinteresse im Sinne praktischer Konkordanz zu wahren<sup>978</sup>; persönliche Interessen der Unternehmensorgane dürfen bei der Beurteilung des Angebots keine Rolle spielen<sup>979</sup>.

Die Stellungnahme bedarf eines einstimmigen Beschlusses des Gesamtvorstands (§ 77 Abs 1 S 1 dAktG/§ 70 öAktG), wobei ein Mehrheitsentscheid ausreichend ist, wenn dies Satzung oder Geschäftsordnung vorsehen<sup>980</sup>. Verpflichtet ist der Vorstand in seiner Gesamtheit<sup>981</sup>, nach überwiegender Auffassung können aber auch aufgrund eines Gesamtvorstandsbeschlusses Sondervoten veröffentlicht werden<sup>982</sup>, weil dies dem Informationsinteresse der Betroffenen dient<sup>983</sup>. Kann eine mehrheitsfähige Stellungnahme nicht abgegeben werden, so sind die Argumente der einzelnen Vorstandsmitglieder zu veröffentlichen<sup>984</sup>.

Schon vor Inkrafttreten des Übernahmerechts bestand für den Vorstand der Zielgesellschaft eine aktienrechtliche Stellungnahmepflicht, was unterschiedlich begründet wurde; so wurde hierfür die Pflicht zur ordnungsgemäßen Leitung und Geschäftsführung der Zielgesellschaft

---

<sup>975</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 14; *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 12; *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 165; aA *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup>, § 27 Rz 18: nicht bei einfachen Erwerbsangeboten.

<sup>976</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 42; *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 7.

<sup>977</sup> *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 4; *Fleischer/Kalss*, WpÜG 95; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 1; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 5.

<sup>978</sup> *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 3.

<sup>979</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 13.

<sup>980</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 19; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 25; *Winner*, Zielgesellschaft 165 („zwingend“); *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 17; zu weitgehend *Müller*, NJW 2000, 3452 (3453): „einstimmiger“ Vorstandsbeschluss.

<sup>981</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 20.

<sup>982</sup> *Fleischer/Schmolke*, Zum Sondervotum einzelner Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder bei Stellungnahmen nach § 27 WpÜG, DB 2007, 95; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 26a; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 21; aA *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 20: divergierende Auffassungen sind in die Stellungnahme zu integrieren, das einzelne Vorstandsmitglied kann seine abweichende Meinung auch außerhalb der Stellungnahme veröffentlichen; *Seibt*, DB 2002, 529 (534).

<sup>983</sup> *Hopt*, Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333 (354); *ders*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002) 383 (419); ebenso Note 2 on Rule 25.1 City Code.

<sup>984</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 12.

nach § 76 dAktG herangezogen<sup>985</sup>, aber auch die Pflicht zur Wahrung des Aktionärsinteresses<sup>986</sup> sowie eine aus § 93 dAktG folgende Treuepflicht gegenüber den Aktionären<sup>987</sup>. Auch die Stellungnahmepflicht des Aufsichtsrates wurde aktienrechtlich<sup>988</sup>, insbesondere mit der allgemeinen Berichts- und Rechenschaftspflicht gegenüber der Hauptversammlung nach § 171 Abs 2 dAktG, und auch kapitalmarktrechtlich begründet<sup>989</sup>. Mit dem Übernahmerecht wurde eine eigene kapitalmarktrechtliche Pflicht zur Stellungnahme postuliert<sup>990</sup>, so dass sich die Frage der dogmatischen Herleitung nicht mehr stellt<sup>991</sup>.

Die Stellungnahmepflicht für den Aufsichtsrat unterstreicht die Gesamtverantwortung der Organe<sup>992</sup>; im Ergebnis erhalten dadurch auch die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat zusätzlichen Einfluss auf die Stellungnahme<sup>993</sup>. Nicht ausreichend ist es, wenn der Aufsichtsrat den Vorstand nur kontrolliert, erforderlich ist eine eigene sachliche Stellungnahme<sup>994</sup>. Der Aufsichtsrat kann insbesondere bei einem vom Vorstand nicht erwünschten Angebot eine differenzierende Haltung einnehmen und damit zur Ausgewogenheit der Stellungnahme beitragen<sup>995</sup>. Auch die Äußerung des Aufsichtsrates bedarf eines Mehrheitsbeschlusses<sup>996</sup>; sie kann gemäß den Zwecksetzungen des ÜbG nicht auf einen Ausschuss übertragen werden<sup>997</sup>, was allerdings nach hM in Deutschland möglich ist<sup>998</sup>. Wenn unterschiedliche Auffassungen über die Bewertung des Angebots bestehen, können Vorstand und Aufsichtsrat eine gesonderte Stellungnahme abgeben, bei Übereinstimmung kann eine gemeinsame Stellungnahme veröffentlicht werden, der dann

---

<sup>985</sup> *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 (249).

<sup>986</sup> *Hopt*, ZGR 1993, 534 (556).

<sup>987</sup> *van Auel*, Vorstandspflichten 128 (172); *Hirte/Schander* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme 341 (348).

<sup>988</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 16; *Friedl*, Die Haftung des Vorstands und Aufsichtsrats für eine fehlerhafte Stellungnahme gemäß § 27 I WpÜG, NZG 2004, 448 (449).

<sup>989</sup> *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 4; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 7; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 5; *van Auel*, Vorstandspflichten 172; *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1438).

<sup>990</sup> Begr RegE zu § 27 Abs 1 WpÜG, BT-Dr 14/7034 52; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 7; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 16; *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 9; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 62: kapitalmarkt- und verbandsrechtliche Doppelnatur.

<sup>991</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 159.

<sup>992</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Dr 14/7477, 52.

<sup>993</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 3; *Seibt*, DB 2002, 529 (531).

<sup>994</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 28; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 5; *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 7.

<sup>995</sup> Erläuterungen zur RV ÜbRÄG 2006 (8) zu § 14 (abgedruckt bei *Huber*, Übernahmegesetz 147).

<sup>996</sup> *Harbarth* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 27 Rz 30; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 16.

<sup>997</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 17.

<sup>998</sup> *Harbarth* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 27 Rz 32; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 21.

besonderes Gewicht zukommt<sup>999</sup>. Gerade bei einer feindlichen Übernahme muss der Vorstand darauf achten, dass der Aufsichtsrat sich dem Ergebnis seiner Stellungnahme anschließt.

### 7.3 *Inhaltliche Anforderungen an die Stellungnahme*

Die Stellungnahme hat wahrheitsgemäß und vollständig zu erfolgen, die Ausführungen sollen sachlich, verständlich und übersichtlich sein<sup>1000</sup>. Die Angaben müssen zwar objektiv nachprüfbar sein<sup>1001</sup>, die Beurteilung des Angebots ist aber eine Ermessensentscheidung, die nur eingeschränkt gerichtlich überprüfbar ist<sup>1002</sup>. Da die Stellungnahme „begründet“ sein muss, ist es nicht ausreichend, wenn das Angebot nur pauschal bewertet wird<sup>1003</sup>. Vorstand und Aufsichtsrat sollen sich eindeutig positionieren<sup>1004</sup> und die Vor- und Nachteile des Angebots abwägen<sup>1005</sup>. Alle Argumente müssen dargestellt und gewichtet werden, um den Aktionären eine fundierte Entscheidung zu ermöglichen<sup>1006</sup>.

Nach deutschem Übernahmerecht sind weder das Interesse der Aktionäre noch das der Arbeitnehmer vorrangig zu berücksichtigen<sup>1007</sup>, so dass alle Interessen gleichrangig abzuwägen sind. Abweichend davon ist mit der Stellungnahme nach § 14 ÜbG das Angebot aus Sicht der Aktionäre darzustellen und die Auswirkungen des Übernahmeangebots auf die übrigen Interessengruppen zu beschreiben, da nach § 3 Z 3 ÜbG die Interessen der Beteiligungspapierinhaber in der Übernahmesituation den Vorrang genießen<sup>1008</sup>.

Erhebliche Aussagekraft für die Aktionäre besitzen auch die Angaben, ob Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, die selbst Aktien der Zielgesellschaft halten, das Angebot annehmen oder ablehnen wollen (§ 27 Abs 1 S 2 Z 4 WpÜG), weil sie wichtige Hinweise darauf liefern, ob der Bieter ein attraktives Angebot gelegt hat<sup>1009</sup>. Diese Verpflichtung besteht nach

---

<sup>999</sup> Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 2; Diergler/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 166.

<sup>1000</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 28; Winter/Harbarth, Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup> 463 (497); Fleischer/Kalss, WpÜG 97; Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 15.

<sup>1001</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 24.

<sup>1002</sup> Trautvetter, Verhaltenspflichten 124.

<sup>1003</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 30; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 9.

<sup>1004</sup> Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 2; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 30; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 44.

<sup>1005</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 92.

<sup>1006</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 91; Winner, Zielgesellschaft 161; Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 10.

<sup>1007</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 4; Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 85; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 31; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 92; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 22.

<sup>1008</sup> Winner, Zielgesellschaft 162.

<sup>1009</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 45: verfassungsrechtliche Bedenken bestehen dagegen nicht.

österreichischem Recht aufgrund des Transparenzgebots (§ 3 Z 3 ÜbG), wonach Interessenkonflikte offen zu legen sind<sup>1010</sup>.

Für die Entscheidung der Aktionäre ist eine wirtschaftliche Beurteilung des Angebots unerlässlich<sup>1011</sup>. Dabei können sich für die Unternehmensorgane durchaus schwer lösbare Interessenkonflikte ergeben, etwa „wenn die zuverlässige Einschätzung der Angebotsqualität nicht möglich ist, ohne dass geheimhaltungsbedürftige Informationen über die Zielgesellschaft preisgegeben werden“<sup>1012</sup>. Dann muss aber erläutert werden, weshalb eine Kollision mit der Verschwiegenheitspflicht besteht<sup>1013</sup>. Mit der Stellungnahme kann ein Angebot sowohl befürwortet als auch abgelehnt werden<sup>1014</sup>, jedenfalls sollte es eine konkrete Handlungsempfehlung an die Aktionäre enthalten<sup>1015</sup>. Eine ablehnende Stellungnahme kollidiert bei Übernahmeangeboten grundsätzlich nicht mit dem Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG/§ 12 ÜbG, da auch diese von Vorstand und Aufsichtsrat im Interesse der Aktionäre abgegeben wird<sup>1016</sup>. Bei einer ablehnenden Stellungnahme ist auch anzugeben, ob Abwehrmaßnahmen geplant sind<sup>1017</sup>.

Nur in Ausnahmefällen kann eine neutrale Stellungnahme ohne konkrete Handlungsempfehlung abgegeben werden<sup>1018</sup>, etwa wenn sich das Für und Wider gegeneinander aufhebt oder wenn aufgrund von Interessenkonflikten eine eindeutige Empfehlung unmöglich ist<sup>1019</sup>. Dann muss jedoch aus der Begründung hervorgehen, dass eine Annahme wie eine Ablehnung des Angebots in gleichem Maße im Interesse der Gesellschaft liegen kann<sup>1020</sup>. Vorstand und Aufsichtsrat müssen darlegen, warum die Abgabe einer

---

<sup>1010</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 13; *Winner*, Zielgesellschaft 164.

<sup>1011</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 160.

<sup>1012</sup> *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 724 (728); *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (263).

<sup>1013</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 54.

<sup>1014</sup> Gesetzesbegründung WpÜG in BT-Dr 14/7034 52; *Winter/Harbarth*, Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup> 463 (497); *Fleischer/Kalss*, WpÜG 99; *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 10.

<sup>1015</sup> BT-Dr 14/7034 52; *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 83; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 50 (Gründe für Verzicht auf Empfehlung müssen offen gelegt werden); einschränkend *Harbarth* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 27 Rz 82; *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 90; *Fleischer/Kalss*, WpÜG 99 (nur bei argumentativem Patt oder Interessenkonflikten).

<sup>1016</sup> *Hopt*, ZHR 166 (2002) 383 (420); *Winter/Harbarth*, Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup> 463 (497).

<sup>1017</sup> *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 27 Rz 8; aA *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 42: keine Verpflichtung hierzu; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 45: empfehlenswert, wenn die Suche nach einem konkurrierenden Angebot geplant ist.

<sup>1018</sup> BegrRegE BT-Dr 14/7034 52; *Winner*, Zielgesellschaft 161.

<sup>1019</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 31.

<sup>1020</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 50; *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 10; *Fleischer/Kalss*, WpÜG 99.

Empfehlung nicht möglich ist<sup>1021</sup>. Bei unerwünschten Übernahmeangeboten wäre allerdings eine neutrale Stellungnahme wenig hilfreich.

Die Pflicht zur Stellungnahme besteht selbstverständlich auch bei konkurrierenden Angeboten, wobei die Empfehlung dann auf eines der Angebote lauten kann<sup>1022</sup>. Möglich ist auch, dass keines der Angebote empfohlen wird<sup>1023</sup> oder dass sich die Organe einer Empfehlung enthalten<sup>1024</sup>. Vorstand und Aufsichtsrat sind nicht verpflichtet, das höhere Angebot zu empfehlen, wenn nach sorgfältiger Prüfung „sehr schwerwiegende Gründe“ wie zB die Verletzung wesentlicher Interessen der Arbeitnehmer für die Empfehlung des niedrigeren Angebots sprechen<sup>1025</sup>. In diesem Fall muss durch die Stellungnahme darauf hingewiesen werden, dass das empfohlene Angebot schlechtere Konditionen für die Aktionäre enthält.

#### **7.4 Konkreter Inhalt der Stellungnahme**

Der Vorstand der Zielgesellschaft kann die Aktionäre nur dann von den Nachteilen einer Übernahme überzeugen, wenn die „kritischen Punkte“ der Angebotsunterlage eindeutig benannt und die hieraus erwachsenden Risiken für die Aktionäre dargestellt werden. Der Inhalt der Angebotsunterlage richtet sich nach §§ 11 WpÜG, 2 ff WpÜG-AV/§§ 7, 25b, 26 ÜbG; im konkreten Einzelfall können sich für den Bieter weitere Offenlegungserfordernisse ergeben<sup>1026</sup>, wie etwa die Angabe über ein später vorgesehenes Delisting<sup>1027</sup>. Von wesentlicher Bedeutung für die Aktionäre der Zielgesellschaft sind die vom Bieter angebotene Gegenleistung, die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft, die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte der Zielgesellschaft. Darüber hinausgehend nennt § 14 ÜbG noch die Interessen der Gläubiger sowie das öffentliche Interesse, während § 27 WpÜG die vom Bieter mit dem Angebot verfolgten Ziele anspricht. Da aber davon auszugehen ist, dass dem vom Gesetz benannten Inhalt keine Ausschließlichkeit zukommt<sup>1028</sup>, sind alle Gesichtspunkte

---

<sup>1021</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 50; Fleischer/Kalss, WpÜG 99; Winter/Harbarth, Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup> 463 (497).

<sup>1022</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 26; Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 103; Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 15.

<sup>1023</sup> Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 97.

<sup>1024</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 54.

<sup>1025</sup> Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 11.

<sup>1026</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 23; Gall in Huber, Übernahmegesetz § 7 Rz 11.

<sup>1027</sup> Gall in Huber, Übernahmegesetz § 7 Rz 53.

<sup>1028</sup> Fleischer/Kalss, WpÜG 96.

anzusprechen, die für die Angemessenheit des Angebots bedeutsam sein können<sup>1029</sup>. Der Bieter muss mit der Angebotsunterlage seine ökonomischen Motive offen legen; schon dadurch wird es wesentlich erschwert, dass Gesellschaften aus zweifelhaften Gründen (Ausbeutung, Ausplünderung, Zerschlagung) übernommen werden.

Die Beurteilung der Gegenleistung betrifft unmittelbar die finanziellen Interessen der Aktionäre<sup>1030</sup>. Als Gegenleistung kommen Geldzahlung oder Wertpapiertausch (Papierangebot) in Betracht. Während der Bieter nach deutschem Übernahmerecht in der Wahl der Gegenleistung grundsätzlich frei ist (§ 31 WpÜG)<sup>1031</sup>, muss nach österreichischem Übernahmerecht bei Pflichtangeboten und freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung die Barzahlung zumindest alternativ angeboten werden<sup>1032</sup>. Eine Geldleistung ist aber auch nach deutschem Übernahmerecht zwingend vorgeschrieben, wenn der Bieter sechs Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage bis zum Ablauf der Annahmefrist mindestens fünf Prozent der Aktien oder Stimmrechte gegen Zahlung einer Geldleistung erworben hat (§ 31 Abs 3 WpÜG). Werden bei einem Übernahme- oder Pflichtangebot als Gegenleistung ausschließlich Aktien angeboten, so muss es sich um liquide Wertpapiere handeln, die an einem organisierten Markt gehandelt werden<sup>1033</sup>. Bei freiwilligen Übernahmeangeboten, die nicht auf einen Kontrollwechsel abzielen, ist die Art der Gegenleistung freigestellt<sup>1034</sup>, so dass auch reine Papierangebote zulässig sind<sup>1035</sup>.

Der Vorstand muss prüfen, ob die Gegenleistung dem wahren Wert des Unternehmens entspricht, insbesondere ob eine Unterbewertung durch die Börse vorliegt<sup>1036</sup>. Zwar kann der Vorstand die Stellungnahme darauf beschränken, die Höhe der Gegenleistung aufgrund einer Plausibilitätsprüfung<sup>1037</sup> als angemessen oder als zu niedrig zu bezeichnen, weil es in erster Linie auf eine wirtschaftliche Beurteilung ankommt<sup>1038</sup>. Auch eine hohe Übernahmeprämie kann nicht angemessen sein, wenn die Gesellschaft über erhebliche stille Reserven

---

<sup>1029</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 142.

<sup>1030</sup> *Fleischer/Kalss*, WpÜG 96; *Hopt*, ZHR 166 (2002) 383 (419); *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (262): „Kern der Stellungnahme“.

<sup>1031</sup> *Häger/Santelmann* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 31 Rz 64.

<sup>1032</sup> *Gall* in *Huber*, Übernahmegesetz § 7 Rz 34; *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 22.

<sup>1033</sup> *Häger/Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 11 Rz 38; die Akzeptanz am Markt muss jedoch kritisch gesehen werden: *Winner*, GesRZ 2010, 7.

<sup>1034</sup> *Häger/Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 11 Rz 31; *Gall* in *Huber*, Übernahmegesetz § 7 Rz 34.

<sup>1035</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 147.

<sup>1036</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 163.

<sup>1037</sup> *Fleischer/Kalss*, WpÜG 97.

<sup>1038</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 7.

verfügt<sup>1039</sup>. Der Vorstand muss zumindest der Frage nachgehen, ob der Bieter die gesetzlichen Preisvorgaben im Hinblick auf durchschnittliche Börsenkurse und Vorerwerbe eingehalten hat (§§ 5,6 WpÜG-AV/§ 26 Abs 1 ÜbG). Der Bieter muss aber eine Bewertung nach den anerkannten Regeln der Unternehmensbewertung (Ertragswertverfahren oder Discounted Cash Flow-Verfahren) bei Illiquidität der Aktien der Zielgesellschaft oder bei Verzerrungen des durchschnittlichen Börsenkurses vorlegen<sup>1040</sup>. Der Vorstand der Zielgesellschaft ist nicht verpflichtet, das Bewertungsverfahren des Bieters zu übernehmen, muss aber die Prämissen der eigenen Bewertung offen legen<sup>1041</sup>, wobei die sich aus der Verschwiegenheitspflicht ergebenden Beschränkungen zu beachten sind<sup>1042</sup>. Zum Nachweis des inneren Wertes sollte jedoch auch die Zielgesellschaft eine Unternehmensbewertung nach anerkannten Bewertungsmethoden durchführen<sup>1043</sup>; nur sofern hierfür nicht ausreichend Zeit bleibt, kann auf einfacherer Verfahren oder historische Werte zurückgegriffen werden<sup>1044</sup>. Wird ein Aktientausch angeboten, so muss der Vorstand der Zielgesellschaft auf die Marktgängigkeit (Liquidität) der Wertpapiere eingehen; ein vollständiges oder teilweises Aktientauschangebot ist im Vergleich zur Attraktivität eines Barangebots zu kommentieren<sup>1045</sup>. Die Bewertung der zum Tausch angebotenen Wertpapiere richtet sich nach § 7 iVm §§ 5, 6 WpÜG-AV. Da das ÜbG hierfür keine expliziten Regeln enthält, sind die übernahmerechtlichen Bewertungsmaßstäbe aus § 26 Abs 1 ÜbG heranzuziehen<sup>1046</sup>.

Die Stellungnahme sollte auch berücksichtigen, ob die Maßnahmen, die der Sicherstellung der Finanzierung durch den Bieter dienen, so weit umgesetzt sind, dass mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit die erforderlichen Mittel in Form von Barmitteln oder Bankkrediten bereit stehen, um die Zielgesellschaft vor unseriösen Angeboten oder der Zahlungsunfähigkeit des Bieters zu schützen<sup>1047</sup>. Die Vorlage einer Bankgarantie ist nach § 11 Abs 2 S 3 Z 4 WpÜG erforderlich; die Finanzierungsbestätigung muss mit exaktem

---

<sup>1039</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 183.

<sup>1040</sup> *Gall* in *Huber*, Übernahmegesetz § 7 Rz 36.

<sup>1041</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 32; *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 7.

<sup>1042</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 14; aA (Anhaltsziffer mitzuteilen, wenn Beurteilung der Gegenleistung als zu niedrig): *Harbarth* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 27 Rz 49; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 73.

<sup>1043</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 32.

<sup>1044</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 38; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 66.

<sup>1045</sup> Weitergehend (Pflicht zur Stellungnahme) *Ekkenga* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 27 Rz 14; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 62; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 30; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (263).

<sup>1046</sup> *Gall* in *Huber*, Übernahmegesetz § 7 Rz 42.

<sup>1047</sup> *Häger/Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 11 Rz 64.

Wortlaut in die Angebotsunterlage aufgenommen werden<sup>1048</sup>. Nach österreichischem Recht ist dies keine zwingende Voraussetzung, da auch die Finanzierung von einem unabhängigen Sachverständigen zu prüfen ist<sup>1049</sup>. Bei einer Finanzierung über eine Kapitalerhöhung sollte auch die verbindliche Zeichnung der jungen Aktien in ausreichendem Umfang belegt sein<sup>1050</sup>.

Selbstverständlich muss die Stellungnahme auf die Ziele des Bieters und seine strategischen Pläne für die Zielgesellschaft eingehen (§ 27 Abs 1 Z 3 WpÜG/ § 14 Abs 1 ÜbG)<sup>1051</sup>. Deshalb sollten in der Stellungnahme zB vom Bieter erwartete Synergiepotentiale und deren Auswirkungen auf einzelne Standorte der Gesellschaft, die Arbeitnehmer sowie die Folgen der Übernahme für das Verhältnis der Gesellschaft zu wesentlichen Vertragspartnern eingeschätzt werden<sup>1052</sup>. Dies ist jedoch nur möglich, wenn hierfür ausreichende Informationen in der Angebotsunterlage enthalten sind<sup>1053</sup>. Beabsichtigte Strukturmaßnahmen (Abschluss von Unternehmensverträgen, Umwandlungen, Delisting, Ausschluss von Minderheitsaktionären) sind zu kommentieren<sup>1054</sup>. Die Stellungnahme muss sich auch mit der Umsetzbarkeit des Angebots durch den Bieter beschäftigen und mögliche Hindernisse (zB kartellrechtliche) benennen<sup>1055</sup>. Dabei kann sich der Vorstand der Zielgesellschaft auf die Angaben des Bieters in der Angebotsunterlage über seine strategischen Pläne stützen<sup>1056</sup>, die allenfalls einer Plausibilitätskontrolle unterzogen werden müssen<sup>1057</sup>. Sofern der Vorstand der Zielgesellschaft über Informationen verfügt, dass der Bieter nicht alle Planungen offen gelegt hat, muss der Vorstand auch diese aufzeigen und bewerten<sup>1058</sup>. Dass der Bieter die entsprechenden Angaben unter den Vorbehalt der Ungewissheit über die weitere Geschäfts- und Marktentwicklung stellen kann, erschwert die

---

<sup>1048</sup> Häger/Steinhardt in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 11 Rz 65.

<sup>1049</sup> Gall in Huber, Übernahmegesetz § 7 Rz 73.

<sup>1050</sup> Häger/Steinhardt in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 11 Rz 65.

<sup>1051</sup> als „sonstiger Inhalt des Angebots“: Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 8.

<sup>1052</sup> Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 74; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 41;

Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 74.

<sup>1053</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 67; für Berücksichtigung von Synergien: Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 32; Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 20; grundsätzlich verneinend, da Synergieeffekte regelmäßig nicht beurteilt werden könnten: Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 46.

<sup>1054</sup> Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 53; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 42;

Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 78.

<sup>1055</sup> Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 55; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 44;

Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 82.

<sup>1056</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 75; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 16.

<sup>1057</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 42; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 75; Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 25.

<sup>1058</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 76.

Stellungnahme; der Bieter kann damit das Haftungsrisiko für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage begrenzen<sup>1059</sup>.

Die Auswirkungen der Übernahme auf den Bieter können für die Aktionäre der Zielgesellschaft ebenfalls von Bedeutung sein, etwa für die Frage, ob bei einem Tauschangebot Anteile der Bieter-Aktiengesellschaft werthaltig bleiben oder ob der Bieter infolge seines Angebots selbst in eine finanzielle Schieflage gerät<sup>1060</sup>. Allerdings dürfte der Vorstand der Zielgesellschaft kaum in der Lage sein, die künftige Entwicklung des Bieters zu prognostizieren; es bleibt nur die Möglichkeit, etwaige Unstimmigkeiten hinsichtlich der Angaben des Bieters aufzugreifen.

Die Stellungnahme muss auch auf die Auswirkungen einer Übernahme auf die Arbeitnehmer und ihre Vertretungen sowie die Beschäftigungsbedingungen eingehen, um eine mögliche Beeinträchtigung von Arbeitnehmerinteressen zu erkennen<sup>1061</sup>. Dabei dürfen nicht einseitig die Interessen der Arbeitnehmer Beachtung finden<sup>1062</sup>, vielmehr müssen dabei auch die Auswirkungen auf das Unternehmen und seine Aktionäre gewürdigt werden. Die Stellungnahme hat die einzelne Sachverhalte (Verlagerung oder Verkauf einzelner Betriebe, Aufgabe von Standorten oder Personalabbau) auch rechtlich zu würdigen. Eine Empfehlung, das Angebot wegen Verletzung von Arbeitnehmerinteressen trotz zu bejahenden Aktionärsinteressen nicht anzunehmen, ist zulässig<sup>1063</sup>.

## 7.5 *Ermittlungspflichten des Vorstands*

Gegenstand der Stellungnahme des Vorstands/Aufsichtsrates der Zielgesellschaft sind zunächst die Angaben des Bieters in der Angebotsunterlage; ob eine Ermittlungspflicht zur umfassenden Prüfung des Angebots auf Richtigkeit und Vollständigkeit besteht, wird in der Literatur unterschiedlich beurteilt<sup>1064</sup>. Richtigerweise wird davon auszugehen sein, dass eine Informationsbeschaffung notwendig ist, wenn die Angaben des Bieters keine ausreichende

---

<sup>1059</sup> Steinhardt in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 12 Rz 3: die Bedeutung der Haftung ist in der Praxis „äußerst gering“.

<sup>1060</sup> Häger/Steinhardt in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 11 Rz 67.

<sup>1061</sup> BT-Dr 14/7034 52.

<sup>1062</sup> Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 85; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 43; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 79; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 49.

<sup>1063</sup> Winner, Zielgesellschaft 163.

<sup>1064</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 10; so aber Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 35; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 55; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 21; Harbarth, Die Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrates zur Gegenleistung bei Übernahmeangeboten, ZIP 2004, 4.

Bewertungsgrundlage für eine Stellungnahme bieten<sup>1065</sup>; die Beurteilung der Angebotsunterlage beinhaltet eine „Überprüfung der wesentlichen Parameter und der angewandten Methode“<sup>1066</sup>. Legt der Bieter seine Unternehmensbewertung nicht vor - wozu er nicht verpflichtet ist -, so ist es ausreichend, wenn der Vorstand auf eigenes Datenmaterial zurückgreift; die Zielgesellschaft muss keine eigene Unternehmensbewertung erstellen<sup>1067</sup>. Der Vorstand der Zielgesellschaft genügt seinen Sorgfaltspflichten, wenn allgemein zugängliche Quellen genutzt werden; weitergehende Ermittlungspflichten bestehen nicht<sup>1068</sup>. Auf in der Angebotsunterlage fehlende Informationen ist jedoch hinzuweisen<sup>1069</sup>. Wenn auch nach WpÜG keine Pflicht zur Einschaltung eines externen Beraters besteht, so kann dies im Einzelfall durchaus sinnvoll sein<sup>1070</sup>.

Fraglich ist auch, ob der Vorstand aktienrechtlich verpflichtet ist, bereits im Vorfeld eines Übernahmeangebots eigene Informationen zur Vorbereitung einer Stellungnahme einzuholen. Dies wird teilweise bejaht, weil die Informationsbeschaffung zu den Sorgfaltspflichten des Vorstands gehöre<sup>1071</sup>; auch soll der Bieter zur Erteilung weiterer Informationen verpflichtet sein, wenn dies erforderlich ist<sup>1072</sup>. Die Verpflichtungen nach § 27 WpÜG/§ 14 ÜbG entstehen jedoch erst mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage, so dass eine aktienrechtliche Pflicht zur vorherigen Informationsbeschaffung wegen des „rein spekulativen Charakters“ nicht infrage kommt<sup>1073</sup>. Liegen der Zielgesellschaft hingegen konkrete Anhaltspunkte für ein bevorstehendes Angebot vor - was sich etwa aus der Anfrage nach einer Due Diligence-Prüfung ergeben kann -, so ist der sorgfältig handelnde Vorstand gehalten, frühzeitig weitere Informationen einzuholen<sup>1074</sup>. Gleiches gilt, wenn die Unternehmensbewertung durch den Bieter bekannt ist und diese von der internen

---

<sup>1065</sup> Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 12; Hopt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 93 Rz 130; Winner, Zielgesellschaft 166.

<sup>1066</sup> Winner, Zielgesellschaft 167.

<sup>1067</sup> Winner, Zielgesellschaft 167.

<sup>1068</sup> Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 27 Rz 22; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 27 Rz 87 (Verpflichtung nur zur Beschaffung kurzfristig verfügbarer Informationen); Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 11; für weitgehende Ermittlungspflichten Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 68; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 17 (32); Schiessl, Fairness Opinions im Übernahme- und Gesellschaftsrecht, ZGR 2003, 814 (827).

<sup>1069</sup> Harbarth in Baums/Thoma, WpÜG § 27 Rz 35.; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 32; Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 12.

<sup>1070</sup> Hopt, ZHR 166 (2002) 401 (420); Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 12.

<sup>1071</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 17: „freilich nur aktienrechtlich“; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 27.

<sup>1072</sup> Kort, FS Lutter (2000) 1421 (1438).

<sup>1073</sup> Trautvetter, Verhaltenspflichten 118.

<sup>1074</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 10.

Einschätzung der Zielgesellschaft wesentlich abweicht<sup>1075</sup>. Gerade bei einem zu vermuteten feindlichen Übernahmeangebot wird der Vorstand an einer frühzeitigen Vorbereitung der Stellungnahme interessiert sein. Jedoch besteht zu diesem Zeitpunkt keine Pflicht des potenziellen Bieters, Informationsanfragen der Zielgesellschaft zu beantworten; ein solcher Anspruch wäre weder tatsächlich noch rechtlich durchsetzbar<sup>1076</sup>.

## **7.6        *Stellungnahme der Arbeitnehmer***

Für eine umfassende Information der Aktionäre kann auch eine Stellungnahme der Arbeitnehmer von Bedeutung sein (§ 27 Abs 2 WpÜG/§ 14 Abs 3 ÜbG), die Arbeitnehmerseite ist jedoch nicht verpflichtet, eine Stellungnahme abzugeben<sup>1077</sup>. Das Recht zur Stellungnahme ergibt sich für die Arbeitnehmer schon daraus, dass sie „typischerweise“ von der Übernahme und ihrer Umsetzung besonders betroffen sein können<sup>1078</sup>. Zuständig für die Vertretung der Arbeitnehmer sind nach deutschen arbeitsrechtlichen Vorschriften entweder ein Betriebsrat, ein Gesamtbetriebsrat oder ein Konzernbetriebsrat<sup>1079</sup>. Nach §§ 11 Abs 3, 14 Abs 3 ÜbG hat der Vorstand die Angebotsunterlage unverzüglich an den Betriebsrat weiterzuleiten und auf die Möglichkeit einer eigenen Stellungnahme hinzuweisen<sup>1080</sup>.

Wird eine Stellungnahme durch die Vertretung der Arbeitnehmer abgegeben, so ist der Vorstand verpflichtet, diese seiner Stellungnahme beizufügen und zu veröffentlichen. Eine Prüfungspflicht trifft den Vorstand nicht; eine kommentierende Erläuterung erscheint jedoch angebracht, wenn die Stellungnahme anderenfalls irreführend wäre<sup>1081</sup>. Die Stellungnahmen können in einem Dokument zusammengefasst werden, sofern erkennbar bleibt, dass auch die Stellungnahme der Arbeitnehmer zum Inhalt gehört; um divergierende Ansichten transparent zu machen, darf der Vorstand keine Änderungen an der Stellungnahme vornehmen<sup>1082</sup>.

Hat die Zielgesellschaft keinen Betriebsrat, so hat der Vorstand eine Stellungnahme der Arbeitnehmer beizufügen<sup>1083</sup>, was in der Praxis zu erheblichen Schwierigkeiten führen kann;

---

<sup>1075</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 167.

<sup>1076</sup> *Trautvetter*, Verhaltenspflichten 118.

<sup>1077</sup> „allfällige Äußerung des Betriebsrates“ nach § 14 Abs 3 ÜbG sowie der Wortlaut in § 27 Abs 2 WpÜG; *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 33.

<sup>1078</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 51.

<sup>1079</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 55.

<sup>1080</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 11 Rz 23.

<sup>1081</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 58.

<sup>1082</sup> *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 36.

<sup>1083</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 11 Rz 25: nach richtlinienkonformer Auslegung.

so könnten die Arbeitnehmer eine Vielzahl unterschiedlicher Stellungnahmen abgeben, da eine einheitliche Meinungsbildung nicht vorausgesetzt und vom Vorstand auch nicht „koordiniert“ werden kann. Teilweise wird darauf hingewiesen, dass nach dem Gesetzeswortlaut „eine“ Stellungnahme der Arbeitnehmer beizufügen ist; liegen mehrere Stellungnahmen vor, so habe nach teleologischer Auslegung des § 27 WpÜG der Vorstand keine Stellungnahmen beizufügen<sup>1084</sup>. Da weder das Gesetz noch die Rechtsprechung Anhaltspunkte für ein sicheres Verfahren liefern, muss von einer großzügigen Handhabung ausgegangen werden<sup>1085</sup>. Bei „übernahmefähigen“ Unternehmen werden in der Praxis regelmäßig Betriebsräte vorhanden sein.

### **7.7 Der Sachverständige nach ÜbG**

Anders als nach deutschem Recht<sup>1086</sup> sieht das ÜbG die Einschaltung eines Sachverständigen (§ 13 ÜbG) während des gesamten Verfahrens zwingend vor. Für den Bieter ist ein Sachverständiger zu bestellen, der die Vollständigkeit und Gesetzmäßigkeit der Angebotsunterlagen zu prüfen und darüber einen Bericht abzugeben hat (§ 9 Abs 1 ÜbG); auch die Zielgesellschaft bestellt einen eigenen<sup>1087</sup> Sachverständigen, der das Angebot und die Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 14 Abs 1 ÜbG zu beurteilen hat (§ 14 Abs 2 ÜbG). Der unabhängige Sachverständige soll ein „Korrektiv für die interessengeleitete Tätigkeit der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft“<sup>1088</sup> und auch für den Bieter sein.

Der Sachverständige der Zielgesellschaft muss unabhängig sein, und zwar im Hinblick auf etwaige Interessenkonflikte auch unabhängig vom Bieter<sup>1089</sup>. Die Bestellung des Sachverständigen erfolgt nach § 70 öAktG zwingend durch den Gesamtvorstand<sup>1090</sup>; der Beschluss bedarf der Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 13 ÜbG). Der Sachverständige ist zur wirtschaftlichen und rechtlichen Beratung der Zielgesellschaft im Hinblick auf die Normen des ÜbG verpflichtet<sup>1091</sup>. Zu beurteilen sind das Angebot des Bieters und die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat, vor allem im Hinblick auf die Interessen der

---

<sup>1084</sup> Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 34.

<sup>1085</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 30.

<sup>1086</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 33; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 53: sachverständiger Rat durch Wirtschaftsprüfer oder Investmentbank aber empfehlenswert.

<sup>1087</sup> Winner, Zielgesellschaft 179: es kann nicht der unabhängige Sachverständige des Bieters sein, da diesem eine unvoreingenommene Beurteilung nicht „zuzutrauen“ ist.

<sup>1088</sup> Winner, Zielgesellschaft 172.

<sup>1089</sup> Winner, Zielgesellschaft 179, in analoger Anwendung von § 13 ÜbG.

<sup>1090</sup> Winner, Zielgesellschaft 180.

<sup>1091</sup> Winner, Zielgesellschaft 182.

Beteiligungspapierinhaber<sup>1092</sup>. Aus dem Bericht des Sachverständigen müssen die Gründe hervorgehen, die für die Annahme oder die Ablehnung des Angebots sprechen.

Als unabhängiger Sachverständiger kommt auch der Abschlussprüfer in Betracht<sup>1093</sup>. Da dieser die Verhältnisse der Gesellschaft umfassend kennt, ist seine Bestellung als Sachverständiger gerade wegen des engen Zeitrahmens sinnvoll. Darüber hinaus dürfte der Abschlussprüfer mit der Unternehmenspolitik der Zielgesellschaft vertraut sein, so dass die Bewertung der Stellungnahme für den Vorstand nicht überraschend sein kann. Das Ziel, durch den Sachverständigen die Arbeit der Übernahmekommission zu entlasten<sup>1094</sup>, wurde nach praktischen Erfahrungen „nicht zur Gänze erfüllt“<sup>1095</sup>, da häufig formale Fragen in den Vordergrund gestellt werden. Dass der Sachverständige ein Gegengewicht für zu positive Beurteilungen des Angebots ist, hat sich in der Praxis noch nicht gezeigt<sup>1096</sup>.

## **7.8 Werbemaßnahmen der Zielgesellschaft**

„Flankierend“ zur Stellungnahme kann der Vorstand der Zielgesellschaft auch für die Ablehnung des Übernahmeangebots werben<sup>1097</sup>, und zwar durch Analystenkonferenzen, roadshows und insbesondere Anzeigen in Tageszeitungen und Wirtschaftsmagazinen<sup>1098</sup>, da hierdurch „zumindest die Bereichspublizität der Teilnehmer am Börsehandel gleichmäßig hergestellt“ wird<sup>1099</sup>. Dabei können auch Informationen verbreitet werden, die die Aktionäre rational oder emotional zu einer Entscheidung gegen ein Übernahmeangebot beeinflussen sollen<sup>1100</sup>. Werbemaßnahmen gewinnen in feindlichen Übernahmeauseinandersetzungen zunehmend an Bedeutung<sup>1101</sup>.

Die Kompetenz für die Durchführung von Werbemaßnahmen liegt als Geschäftsführungsmaßnahme grundsätzlich beim Vorstand<sup>1102</sup>. Die Mitwirkungsbefugnis des Aufsichtsrats kann sich allenfalls aus einem Zustimmungsvorbehalt ergeben; für die Hauptversammlung besteht eine Zuständigkeit auch nicht nach den „Holzmüller“-

---

<sup>1092</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 183 .

<sup>1093</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 179.

<sup>1094</sup> *Kalss*, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, NZG 1999, 421 (429).

<sup>1095</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 173.

<sup>1096</sup> *Winner*, GesRZ 2010, 7 (11).

<sup>1097</sup> *Krause*, NJW 2002, 705 (711); *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (16).

<sup>1098</sup> *Assmann* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 28 Rz 10; *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 3; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 22.

<sup>1099</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 187; *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 1.

<sup>1100</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 2.

<sup>1101</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 10.

<sup>1102</sup> LG Düsseldorf, AG 2000, 233 (234); *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 8; *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 6.

Grundsätzen des BGH, weil durch die Werbung nicht schwerwiegend in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre eingegriffen wird<sup>1103</sup>. Während das WpÜG die Zulässigkeit von Werbemaßnahmen unterstellt<sup>1104</sup>, kann auch nach österreichischem Recht trotz Fehlens einer ausdrücklichen Regelung hiervon ausgegangen werden<sup>1105</sup>.

Um Missständen bei der Werbung im Zusammenhang mit Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren zu begegnen, kann die BaFin gemäß § 28 WpÜG bestimmte Arten der Werbung untersagen. Diese Vorschrift ist eine besondere Ausprägung des Transparenzgebots und soll verhindern, dass die freie Entscheidung der Aktionäre in unzulässiger Weise beeinträchtigt wird<sup>1106</sup>. Die BaFin ist befugt, die Werbung vom Zeitpunkt der Entscheidungsveröffentlichung (§ 10 WpÜG) bis zum Abschluss des Verfahrens zu untersagen<sup>1107</sup>, muss dabei aber die grundgesetzlich geschützte Kommunikationsfreiheit beachten<sup>1108</sup>.

Zwar stehen ausdrücklich nur öffentliche Äußerungen aufgrund der Meldepflicht nach § 30 Abs 5 ÜbG unter der Aufsicht der Übernahmekommission, nicht aber Werbemaßnahmen<sup>1109</sup>, wobei eine Abgrenzung im Einzelfall oft schwierig sein dürfte<sup>1110</sup>. Im Hinblick auf § 4 Z 3 ÜbG ist aber zumindest irreführende Werbung verboten<sup>1111</sup>. Die Übernahmekommission kann die Veröffentlichung einer unzulässigen Werbung durch eine Stellungnahme oder durch einen Bescheid untersagen, wenn die Absicht hierzu frühzeitig bekannt ist (§ 18 ÜbG)<sup>1112</sup>. Nach der Veröffentlichung der Werbung kann die Übernahmekommission zusätzliche Äußerungen oder Berichtigungen verlangen<sup>1113</sup>, um die Folgen unzulässiger Werbung wieder aufzuheben; die Übernahmekommission kann aber auch eine eigene Stellungnahme abgeben, mit der die

---

<sup>1103</sup> LG Düsseldorf, AG 2000, 233 (234); *Witte*, Diskussionsentwurf zur Regelung von Unternehmensübernahmen: Abwehrmöglichkeiten des Vorstands der Zielgesellschaft, BB 2000, 2161 (2163); *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1440).

<sup>1104</sup> *Hirte*, ZGR 2002, 623 (632); *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 12; *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 1; aA *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 28: Werbemaßnahmen sind nach § 33 WpÜG zu beurteilen.

<sup>1105</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 186.

<sup>1106</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann* WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 2; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 1.

<sup>1107</sup> *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 5; aA *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 17, der „Werbung im Vorfeld“ eines Übernahmeangebots der BaFin-Kompetenz unterwerfen will.

<sup>1108</sup> *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 11.

<sup>1109</sup> *Gall* in *Huber*, Übernahmegesetz § 30 Rz 27.

<sup>1110</sup> *Gall* in *Huber*, Übernahmegesetz § 7 Rz 9.

<sup>1111</sup> *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 15; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 22; *Winner*, Zielgesellschaft 186.

<sup>1112</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 187.

<sup>1113</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 84.

irreführende Werbung berichtigt wird<sup>1114</sup>. Es empfiehlt sich, öffentliche Äußerungen und Werbemaßnahmen mit der Übernahmekommission abzustimmen<sup>1115</sup>.

Die Unzulässigkeit der Werbung kann sich aus deren Inhalt oder Umfang, aber auch aus der Art der eingesetzten Medien ergeben<sup>1116</sup>. Teilweise wird angenommen, dass schon der Umfang der Werbung als Missstand anzusehen ist, wenn die Waffengleichheit zwischen Bieter und Zielgesellschaft gefährdet ist<sup>1117</sup>. Die hM will einen Missstand jedoch nur anerkennen, wenn durch exorbitante Kampagnen ein faires und transparentes Verfahren nicht mehr gegeben und damit die Funktionsfähigkeit und Vertrauenswürdigkeit des Kapitalmarkts gefährdet ist<sup>1118</sup>, eine Schwelle, die bislang in Übernahmeauseinandersetzungen nicht überschritten wurde<sup>1119</sup>. Unlautere Werbung ist in jedem Fall unzulässig<sup>1120</sup>, ebenso unrichtige, ungenaue oder irreführende Informationen<sup>1121</sup>, nicht aber eine emotionale Argumentation<sup>1122</sup>. Werbekampagnen dürfen jedoch nicht ausschließlich den Zweck verfolgen, die Position des Vorstands zu sichern<sup>1123</sup>. Zulässig sind Werbemaßnahmen jedenfalls dann, wenn auch der Bieter entsprechende Aktivitäten entfaltet<sup>1124</sup>.

## 7.9 *Ergebnis*

Für den Vorstand der Zielgesellschaft eröffnet die Pflicht zur Stellungnahme einen gesetzlichen Handlungsspielraum, um die Aktionäre davon zu überzeugen, dass das Angebot ihren Interessen nicht entspricht. In vielen Fällen wird die Gegenleistung kritisiert oder aber die Beeinträchtigung bestimmter Interessen ins Feld geführt. Eine besondere Herausforderung für den Vorstand der Zielgesellschaft ist aber gegeben, wenn eine attraktive Übernahmeprämie geboten wird, das Angebot aber deshalb als unerwünscht angesehen wird, weil der Bieter eine andere Unternehmenspolitik verfolgen will. Dann treten verschiedene unternehmerische Konzepte in Wettstreit. Schon im Hinblick auf die gesetzlichen Fristen erweist es sich als Vorteil, wenn der Vorstand organisatorisch auf eine Übernahme eingestellt ist und in der Vergangenheit durch Information der Aktionäre eine Vertrauensbasis

---

<sup>1114</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 189.

<sup>1115</sup> *Diregger/Kals/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 84.

<sup>1116</sup> *BegrRegE BT-Dr 14/7034 52*; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 3.

<sup>1117</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 27; *Hopt*, ZHR 166 (2002) 383 (409).

<sup>1118</sup> *Harbarth* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 28 Rz 47; *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 10; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann* WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 15.

<sup>1119</sup> *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 9 - Mannesmann/Vodafone.

<sup>1120</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 3.

<sup>1121</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 22; *Winner*, Zielgesellschaft 186.

<sup>1122</sup> *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 8.

<sup>1123</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 120.

<sup>1124</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 121; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (263).

geschaffen hat. Dann bestehen Aussichten, dass die Aktionäre vom unternehmerischen Konzept des Vorstands überzeugt werden können.

Häufig wird die Angemessenheit der Gegenleistung kritisiert, was zur Ablehnung des Übernahmeangebots führen kann. Es ist dem Bieter jedoch unbenommen, ein besseres Angebot zu stellen. Ist zu befürchten, dass die Gesellschaft, die Aktionäre oder andere Interessengruppen durch die Übernahme geschädigt werden, so können entsprechende Hinweise die Aktionäre, die dem Unternehmen über die Zurverfügungstellung von Kapital hinaus verbunden sind, durchaus zu einer Ablehnung des Übernahmeangebots veranlassen. Die Stellungnahme wird dem Vorstand der Zielgesellschaft jedoch dadurch erschwert, dass Angebotsunterlagen „nicht mehr vom Informationszweck getragen werden, sondern vor allem der Absicherung des Bieters gegen Haftungsrisiken dienen“<sup>1125</sup>.

Um die Aktionäre für ein alternatives unternehmerisches Konzept oder den Erhalt der Eigenständigkeit zu gewinnen, wird sich der Vorstand der Zielgesellschaft mit Werbemaßnahmen an die Öffentlichkeit wenden. Diese sind jedoch nur zulässig, wenn sie nicht irreführend sind und auch nicht die Funktionsfähigkeit und Vertrauenswürdigkeit des Kapitalmarkts beeinträchtigen. Die Kosten für Werbemaßnahmen müssen sich nicht an dem Sparsamkeitsgebot orientieren, sie müssen angemessen sein, dürfen aber nicht unverhältnismäßig ausfallen, da ansonsten ein Schaden der Gesellschaft entstehen kann, für den der Vorstand haftbar wäre. Darüber hinaus sind die Maßnahmen so zu setzen, dass aufsichtsrechtliche Eingriffe nicht erforderlich werden. Kann der Vorstand die öffentliche Meinung (Wirtschaftspresse, Analysten) in seinem Sinn beeinflussen, so bleibt dies nicht ohne Einfluss auf die Entscheidung der Aktionäre.

---

<sup>1125</sup> *Winner*, GesRz 2010, 7 (10).

## 8 Vom Nutzen der „gesetzlichen“ Übernahmeabwehr

Selbst wenn Vorstand und Aufsichtsrat in ihren Stellungnahmen die Ablehnung eines Übernahmeangebots empfehlen, kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Aktionäre verkaufsbereit sind, da sie in nahezu allen Fällen in der Lage sind, signifikante Kursgewinne zu realisieren<sup>1126</sup>, und zwar auch bei einem feindlichen Übernahmeversuch<sup>1127</sup>. Der Vorstand kann dann von den gesetzlich zulässigen Abwehrmaßnahmen Gebrauch machen, indem um Zustimmung der Hauptversammlung zu Abwehrmaßnahmen gebeten oder nach einem konkurrierenden Bieter Ausschau gehalten wird (§§ 33, 33a WpÜG/§ 12 ÜbG). Der Vorstand kann der Hauptversammlung auch vorschlagen, in eigener Zuständigkeit Beschlüsse zu fassen, die der Übernahmeabwehr dienen.

### 8.1 Zustimmung durch Hauptversammlung

In einer Übernahmesituation kann die Hauptversammlung in Form eines ad hoc-Beschlusses den Vorstand ermächtigen, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen. Gegen die Zulässigkeit solcher Beschlüsse nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage bestehen nach deutschem Recht keine Bedenken, auch wenn sich dies nicht aus dem Gesetz unmittelbar ergibt<sup>1128</sup>; nach österreichischem Recht liegt eine ausdrückliche Regelung in § 12 Abs 2 ÜbG vor. Die Hauptversammlung kann alle Maßnahmen ratifizieren, die zur Verhinderung eines Übernahmeangebotes geeignet sind<sup>1129</sup>, die Maßnahme muss aber konkret definiert sein<sup>1130</sup>. Die Hauptversammlung ist nicht verpflichtet, das übergeordnete Unternehmensinteresse zu beachten<sup>1131</sup>, gleichwohl muss der Vorstand bei Ausnutzung der Ermächtigung die aktienrechtlichen Grundsätze beachten und darf zB nicht gegen das Schädigungsverbot verstoßen<sup>1132</sup>. Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf im Unterschied zu den Vorratsbeschlüssen nach § 33 Abs 2 WpÜG lediglich der einfachen Mehrheit<sup>1133</sup>.

Eine Abwehrhauptversammlung sollte einberufen werden, wenn Vorratsbeschlüsse nach § 33 Abs 2 WpÜG nicht gefasst wurden oder wenn der Vorstand seine aktienrechtliche Haftung

---

<sup>1126</sup> *Jensen/Ruback*, Journal of Financial Economics 1983, 5 (7, 10); *Jarrell/Brickley/Netter*, The Journal of Economic Perspectives 1988, 49 (51); *Hirte/Heinrich*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 5.

<sup>1127</sup> *Weisser*, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane (1994) 37.

<sup>1128</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 189; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (13).

<sup>1129</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 90.

<sup>1130</sup> *Kiem*, ZIP 2000, 1509 (1516).

<sup>1131</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 57; *Kiem*, ZIP 2000, 1509 (1515).

<sup>1132</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 196.

<sup>1133</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 193.

ausschließen möchte<sup>1134</sup>. Allerdings ist davon auszugehen, dass im Hinblick auf die Ausnahmetatbestände nach § 33 WpÜG von der Zustimmung durch die Hauptversammlung nur selten Gebrauch gemacht wird<sup>1135</sup>, während diese nach § 12 ÜbG unerlässlich für die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen ist. Fraglich ist ebenso, ob eine von der Hauptversammlung beschlossene Maßnahme innerhalb der Annahmefrist (§ 16 WpÜG/§ 19 ÜbG) implementiert werden kann, wenn auch die Einberufungserleichterung nach § 16 Abs 4 WpÜG hilfreich ist<sup>1136</sup>. Da diese Möglichkeit nach österreichischem Recht nicht besteht, kann der Vorstand die Maßnahme allenfalls unter der aufschiebenden Bedingung eines nachfolgenden Hauptversammlungsbeschlusses ergreifen<sup>1137</sup>. Wird ein solcher Beschluss nicht gefasst, so berührt das die Wirksamkeit der Maßnahme im Außenverhältnis nicht; eine Nichtigkeit kann sich nur bei kollusivem Zusammenwirken mit einem Dritten oder unter dem Gesichtspunkt des Rechtsmissbrauchs ergeben<sup>1138</sup>.

Zu berücksichtigen ist, dass der Zustimmungsbeschlusses der Hauptversammlung angefochten werden kann. Ein erhöhtes Anfechtungsrisiko besteht, wenn der Bieter bereits Aktionär der Zielgesellschaft ist. Da davon auszugehen ist, dass ein Anfechtungsverfahren erst nach dem Übernahmeverfahren abgeschlossen ist, verbleiben für den Vorstand der Zielgesellschaft erhebliche Rechtsunsicherheiten<sup>1139</sup>.

## 8.2 *Übernahmeabwehr durch die Hauptversammlung*

Nach § 12 ÜbG ist die Zuständigkeit für Abwehrmaßnahmen „bei der Hauptversammlung konzentriert“<sup>1140</sup>; diese kann daher materiellrechtlich jederzeit alle Maßnahmen treffen, die der Abwehr einer feindlichen Übernahme dienen<sup>1141</sup>. Daher kann die Hauptversammlung nach Vorliegen eines Übernahmeangebots eine ordentliche Kapitalerhöhung beschließen. Der Vorstand ist berechtigt, junge Aktien aus der Kapitalerhöhung auszugeben und bedarf nicht der Zustimmung durch die Hauptversammlung nach § 12 Abs 2 ÜbG, da die Gefahr eigenmächtigen Handelns durch den Vorstand nicht besteht, wenn die Kapitalerhöhung unter

---

<sup>1134</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 108.

<sup>1135</sup> Ekkenga, FS Kümpel (2003) 95 (100): „potemkinsches Dorf“.

<sup>1136</sup> Nach österreichischem Recht § 107 öAktG (idF AktRÄG 2009): Einberufung spätestens 28/21 Tage zuvor; § 27a Abs 5 ÜbG erleichtert nur die Einberufungsfrist für den Bieter.

<sup>1137</sup> Diregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 97.

<sup>1138</sup> Diregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 98.

<sup>1139</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 195.

<sup>1140</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 1.

<sup>1141</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (610).

Beibehaltung des Bezugsrechts der Aktionäre nach Bekanntwerden der Übernahmeabsicht beschlossen wurde<sup>1142</sup>.

Nach deutschem Recht fällt die Entscheidung über Abwehrmaßnahmen in die primäre Geschäftsführungskompetenz des Vorstands, da § 33 WpÜG lediglich Organpflichten regelt<sup>1143</sup> und keine Kompetenznorm darstellt<sup>1144</sup>. Die aber die Hauptversammlung nicht dem Verhinderungsverbot nach § 33 Abs 1 WpÜG unterliegt<sup>1145</sup>, können Beschlüsse gefasst werden, die eine Übernahme verhindern. So kann die Hauptversammlung zB beschließen, dass das Übernahmeangebot nicht im Aktionärsinteresse liegt oder dass die Abhängigkeit von einem Bieter nicht gewollt ist<sup>1146</sup>. Im Hinblick auf die Erleichterung der Einberufung einer Hauptversammlung nach § 16 Abs 4 WpÜG erscheint es möglich, eine Kapitalerhöhung zu beschließen, mit der ein feindliches Angebot abgewehrt werden kann<sup>1147</sup>. Selbstverständlich kann die Hauptversammlung nach Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht ein genehmigtes Kapital beschließen oder den Vorstand zum Erwerb eigener Aktien oder zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen ermächtigen, um hiermit ein Übernahmeangebot abzuwehren<sup>1148</sup>. Die Hauptversammlung kann in einer Übernahmesituation bei der ordentlichen Kapitalerhöhung auch den Ausschluss des Bezugsrechts vorsehen, wenn feindliches unternehmerisches Verhalten - etwa die „Vernichtung“ der Gesellschaft<sup>1149</sup> - abgewendet werden soll<sup>1150</sup> oder wenn die Gesellschaft unabhängig bleiben möchte<sup>1151</sup>; dann müssen die veräußerungswilligen Aktionäre hinnehmen, dass eine qualifizierte Aktionärsmehrheit feindlichen Einfluss von der Gesellschaft fernhalten will<sup>1152</sup>. Ein Bezugsrechtsausschluss führt nicht dazu, dass der Vorstand die neuen Aktien frei andienen kann; vielmehr besteht eine Bindung an den sachlichen Grund, mit dem der Ausschluss gerechtfertigt wurde, also etwa die Hereinnahme einer Sacheinlage, die Bedienung einer

---

<sup>1142</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 28.

<sup>1143</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 87; Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 77 (78); Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 9 (56).

<sup>1144</sup> so aber: Fleischer/Kalss, WpÜG 130; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 32; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (17).

<sup>1145</sup> BegrRegE ÜR-UG BT-Dr 16/1003 19.

<sup>1146</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 190.

<sup>1147</sup> aA Trautvetter, Verhaltenspflichten 189, wegen der Verfahrensanforderungen komme eine reguläre Kapitalerhöhung als Abwehrmaßnahme nicht in Betracht.

<sup>1148</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 399.

<sup>1149</sup> BGHZ 33, 175 (186) – „Minimax II“.

<sup>1150</sup> Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 98.

<sup>1151</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 93; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 59; Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 80; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 222; Mülberr, IStR 1999, 83 (90); aA Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 129; van Aubel, Vorstandspflichten 12 (45); Daum, Übernahme, 167; Hahn, Feindliche Übernahme 219.

<sup>1152</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 92; Mülberr, IStR 1999, 83 (90).

Wandelanleihe oder die Ausgabe von Mitarbeiteraktien<sup>1153</sup>. Die Hauptversammlung kann auch festlegen, dass die neuen Aktien bestimmten Aktionären angeboten werden. Da der Vorstand insoweit gebunden ist, besteht auch bei der Ausgabe der bezugsrechtsfreien Aktien kein Interessenkonflikt.

### **8.3 Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot**

Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot ist übernahmerechtlich erlaubt, weil der Bieterwettbewerb die Interessen der Beteiligungspapierinhaber an einem attraktiven Übernahmepreis fördert<sup>1154</sup>. In die Entscheidungsbefugnis der Aktionäre wird nicht eingegriffen, vielmehr wird eine zusätzliche Handlungsoption eröffnet<sup>1155</sup>. Der Vorstand handelt wie ein Auktionator und verletzt nicht das Verhinderungsverbot<sup>1156</sup>, wenn und soweit die Aktionäre über die verschiedenen Bieterkonzepte im Rahmen ihrer Verkaufsentscheidung frei befinden können; hierdurch wird der „Ausleseprozess am Markt für Unternehmenskontrolle verbessert“<sup>1157</sup>. Durch die Suche nach einem konkurrierenden Bieter können über die Gegenleistung hinaus auch andere Aspekte des Angebots verbessert werden<sup>1158</sup>.

Obwohl das Übernahmerecht das Auftreten von Konkurrenzangeboten begünstigt<sup>1159</sup>, besteht keine Pflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft, nach einem alternativen Bieter aktiv Ausschau zu halten, selbst wenn dies im Interesse der Aktionäre liegen sollte<sup>1160</sup>. Vorstandsaktivitäten sind allenfalls dann erforderlich, wenn sich „ein anderer Bieter konkret aufdrängt“<sup>1161</sup>. Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot darf nicht so weit führen, dass ein bestimmter Bieter aktiv unterstützt wird, da dies zumindest mittelbar die Entscheidung der Aktionäre beeinflussen würde<sup>1162</sup>. Der Vorstand kann aber Werbemaßnahmen einsetzen, um einen geeigneten Bieter zu finden<sup>1163</sup>. Die Suche nach einem konkurrierenden Bieter kann dazu führen, dass ein feindlicher Bieter sein Angebot

---

<sup>1153</sup> Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 101.

<sup>1154</sup> BegrRegE, BT- Dr 14/7034 58; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 75.

<sup>1155</sup> Fleischer/Kalss, WpÜG 127; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 24.

<sup>1156</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 150; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 48; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (4); Hirte, ZGR 2002, 623 (638); Hopt, ZGR 1993, 534 (557); van Auel, Vorstandspflichten 171.

<sup>1157</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 48.

<sup>1158</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 149; Krause, NZG 2000, 905 (911).

<sup>1159</sup> Winner, Zielgesellschaft 203.

<sup>1160</sup> Winner, Zielgesellschaft 213; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 76; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 154; aA Hopt, ZHR 166 (2002) 383 (426).

<sup>1161</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 154.

<sup>1162</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 24.

<sup>1163</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 78.

zurückzieht; legt dann der „weiße Ritter“ dennoch kein verbindliches Angebot, so kann von einer durchaus wirksamen Abwehrmaßnahme gesprochen werden.

Nicht zu unterschätzen sind allerdings die praktischen und rechtlichen Probleme bei der Suche nach einem konkurrierenden Angebot<sup>1164</sup>. So wird es in der Regel Schwierigkeiten bereiten, vor Ablauf der vom Bieter gewährten Annahmefrist einen konkurrierenden Bieter zu finden, der ein attraktiveres verbindliches Übernahmeangebot abgibt<sup>1165</sup>. Zwischen der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots und dem Ende der Annahmefrist stehen dem Vorstand der Zielgesellschaft für entsprechende Aktivitäten im Regelfall maximal zehn Wochen (§16 Abs 1 Satz 1 WpÜG/§ 19 Abs 1 ÜbG) zur Verfügung, wobei das Konkurrenzangebot zu einer Verlängerung der Angebotsfrist des Erstbieters führt (§ 22 Abs 1 WpÜG/§ 19 Abs 1c ÜbG). Rechnet der Vorstand der Zielgesellschaft mit einem bevorstehenden feindlichen Übernahmeangebot, so besteht die Möglichkeit, frühzeitig einen geeigneten Interessenten zu suchen und konkrete Vorgespräche zu führen<sup>1166</sup>. Teilweise wird in der Suche nach einem konkurrierenden Bieter vor Bekanntmachung der Angebotsabsicht ein Verstoß gegen die Geheimhaltungspflichten gesehen<sup>1167</sup>; diese Auffassung ist jedoch mit der konkurrenzfördernden Grundhaltung des Übernahmerechts nicht vereinbar und wird daher von der hM abgelehnt<sup>1168</sup>. Rechtliche Schwierigkeiten ergeben sich im Zusammenhang mit der Due Diligence: werden dem feindlichen Erstbieter die Informationen verweigert, dem konkurrierenden Bieter aber gewährt, so kann dies eine unzulässige Abwehrmaßnahme darstellen<sup>1169</sup>. Der Vorstand kann zudem nicht sicher sein, dass die Aktionäre einem konkurrierenden Angebot den Vorzug geben.

Welche Bedeutung den gesetzlich zulässigen Maßnahmen der Übernahmeabwehr zukommt, lässt sich anhand der möglichen Gründe für die Ablehnung eines Übernahmeangebots aufzeigen.

#### **8.4 Gründe für die Ablehnung eines Übernahmeangebots**

Der Vorstand der Zielgesellschaft wird in erster Linie ein Übernahmeangebot ablehnen, wenn Interessen der Aktionäre oder anderer Anspruchsgruppen nicht berücksichtigt sind, aber auch

---

<sup>1164</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (4); Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 76 .

<sup>1165</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 155.

<sup>1166</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (5).

<sup>1167</sup> Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 15 (54); Hlawati/Birkner/Graf, eolex 2000, 84 (85)

<sup>1168</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 156; Winner, Zielgesellschaft 75.

<sup>1169</sup> Grundsatz der Bietergleichbehandlung: Röhl, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 77.

wenn Bedenken gegen die Person des Bieters oder Zweifel an dem unternehmerischen Übernahmekonzept bestehen. In Betracht kommen aber auch persönliche Motive des Vorstands an der Beibehaltung seines Amtes.

#### **8.4.1 Nichtberücksichtigung von Aktionärsinteressen**

Lehnt der Vorstand ein Übernahmeangebot ab, weil die Gegenleistung zu gering bemessen ist oder Zweifel an der Finanzierung des Angebots bestehen, so dürfte grundsätzlich die Stellungnahme ausreichen, um die Aktionäre zu überzeugen. Dies wird nicht immer gelingen, da die „richtige“ Übernahmeprämie schwer zu ermitteln ist; diese ist auch abhängig ist von der Marktposition des Unternehmens und seinen Wachstumsaussichten sowie den vom Bieter intendierten Synergiegewinnen und Effizienzverbesserungen<sup>1170</sup> oder neuen profitablere Strategien<sup>1171</sup>. Eine vom Vorstand der Zielgesellschaft ermittelte zu niedrige Gegenleistung ist - auch angesichts einer gewinnträchtigen Übernahmeprämie - nicht selbsterklärend. Es ist auch möglich, dass der Bieter durch aufwändige Recherchen oder eine Due Diligence-Prüfung eine Unterbewertung der Zielgesellschaft ermittelt hat und den Aktionären ein „attraktives“ Angebot legt. Da die Kleinanleger nicht über ausreichende Informationen verfügen und diese sich untereinander nicht organisieren können<sup>1172</sup>, muss der Vorstand den „wahren“ Wert des Unternehmens einfordern, um dem Interesse der Aktionäre an individueller Nutzenmaximierung gerecht zu werden. Werden die Bedenken des Vorstands aber von den Aktionären nicht auf Anhieb geteilt, so muss der Vorstand Zeit gewinnen für eine Neubewertung des Angebots durch die Aktionäre und für notwendige Nachverhandlungen mit dem Bieter über die Gegenleistung. Hierfür wäre ein Beschluss der Hauptversammlung zur Durchführung von Abwehrmaßnahmen hilfreich; eine Beschlussfassung ist umso wahrscheinlicher, je mehr die Gegenleistung vom „wahren“ Wert der Anteile abweicht. Ebenso wäre es zielführend, einen konkurrierenden Bieter zu suchen, der eine bessere Gegenleistung bietet.

#### **8.4.2 Vernachlässigung der übrigen Interessen**

Durch Übernahmen können auch Interessen der Arbeitnehmer, der Öffentlichkeit und der Gläubiger betroffen sein. Werden zur Hebung von Synergien Teilbetriebe veräußert, Standorte geschlossen oder die Produktion verlagert, so werden nicht nur Arbeitnehmer freigesetzt, auch die „lokale Nachfrage nach Rohstoffen, sonstigen Zulieferer und

---

<sup>1170</sup> *Bradley/Desai/Kim*, The Rationale behind Interfirm Tender Offers – Information or Synergy, *Journal of Financial Economics* 1983, 183.

<sup>1171</sup> *Hauschka/Roth*, AG 1988, 181 (185).

<sup>1172</sup> *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 295.

spezialisierten Dienstleistern“ kann zurückgehen, was weitere Arbeitslosigkeit und damit Belastungen für die öffentliche Hand auslöst<sup>1173</sup>. Auch ist zu berücksichtigen, ob die Zielgesellschaft für das Gemeinwesen bedeutsam ist, so bei Unternehmen der Energiewirtschaft, bei Verkehrsbetrieben oder der Telekommunikation. Während den Gläubigern und der öffentlichen Hand eigene Gestaltungsspielräume zur Interessenwahrnehmung zur Verfügung stehen, ist der Vorstand in besonderer Verantwortung für die Mitarbeiter.

Das Management kann aber auch der Auffassung sein, dass der Bieter seine wahren Motive nicht offen gelegt hat, indem zB das Übernahmeangebot als Ziel die gemeinsame Nutzung bestimmter Unternehmensfunktionen nennt, während in Wahrheit die Zerschlagung des Unternehmens angestrebt wird. Hierfür muss der Vorstand aber über konkrete Anhaltspunkte verfügen. Nicht ausreichend ist der Verweis auf die in den veröffentlichten Übernahmeangeboten häufig enthaltene Klausel, dass sich die strategischen und wirtschaftlichen Absichten des Bieters ändern können, wenn eine genaue Überprüfung der Zielgesellschaft ergibt, dass der Bieter mit seiner Einschätzung hinsichtlich der Zielgesellschaft von falschen Voraussetzungen ausgegangen ist<sup>1174</sup>.

Da es auch hier um komplexe Fragestellungen geht, können zusätzlich zur Stellungnahme Abwehrmaßnahmen eingesetzt werden, um Zeit für andere Lösungen zur Berücksichtigung der vielfältigen Interessen zu gewinnen. Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass die Hauptversammlung in diesem Fall Abwehrmaßnahmen ratifiziert. Auch die Suche nach einem konkurrierenden Bieter ist nicht Erfolg versprechend, da das Angebot häufig nur deshalb finanziell attraktiv ist, weil bestimmte Interessen im Unternehmen nicht berücksichtigt werden.

---

<sup>1173</sup> Doralt in *Doralt/Nowotny/Schauer (Hrsg)*, Takeover-Recht 8.

<sup>1174</sup> zB das Übernahmeangebot der Salzgitter AG für die Klöckner Werke AG (Seite 27): „Die Bieterin beabsichtigt, nach Vollzug dieses Übernahmeangebots mit dem Vorstand der Klöckner-Werke AG mögliche Geschäftschancen zu analysieren und in Abstimmung mit dem Vorstand der Klöckner-Werke AG zu prüfen, ob und, wenn ja, welche Änderungen erforderlich oder wünschenswert wären. Als Folge dieser Analyse oder aufgrund zukünftiger Entwicklungen ist es möglich, dass die Bieterin ihre in dieser Angebotsunterlage geäußerten Absichten und Einschätzungen im Hinblick auf die Klöckner-Gruppe, insbesondere im Hinblick auf die zukünftige Verwendung von Vermögensgegenständen der Klöckner-Gruppe und die Eingehung von Verbindlichkeiten durch die Mitglieder der Klöckner-Gruppe, ändern wird.“ Abrufbar unter: [http://www.bafin.de/clin\\_161/nn\\_722764/SharedDocs/Downloads/DE/Verbraucher/Angebotsunterlagen/salzgitter,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/salzgitter.pdf](http://www.bafin.de/clin_161/nn_722764/SharedDocs/Downloads/DE/Verbraucher/Angebotsunterlagen/salzgitter,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/salzgitter.pdf) (30.8.2010).

### 8.4.3 Bedenken gegen die Person des Bieters

Der Vorstand der Zielgesellschaft wird ein Übernahmeangebot ablehnen, wenn wegen der Person des Bieters der Bestand des Unternehmens oder seine Stellung am Markt gefährdet ist; dies wäre bei einem Übernahmeangebot von einem politisch exponierten Staat oder einer Mafia-Organisation anzunehmen<sup>1175</sup>. Ebenso wird die Ablehnung erfolgen, wenn der Vorstand mit Gesetzesverstößen des Bieters rechnet<sup>1176</sup>, weil dieser die Zielgesellschaft zur Finanzierung des Kaufpreises ausplündern will<sup>1177</sup>, oder schwere, irreversible Schädigungen der Zielgesellschaft drohen<sup>1178</sup>, wenn die Auflösung der Gesellschaft erwartet wird oder generell wenn Gefahren für Existenz oder Wohlergehen des Unternehmens bestehen<sup>1179</sup>.

Zweifel an der Integrität des Bieters könnten dazu führen, dass Kunden das Vertrauen in das Unternehmen verlieren und Aktionäre durch sinkende Aktienkurse geschädigt werden. Es kann auch sein, dass der Bieter nicht in die Unternehmenskultur passt. Ebenso könnte die Einbindung in einen (anderen) Konzern als nachteilig empfunden werden und der Erhalt der Eigenständigkeit ein Vorteil für die Gesellschaft und die Aktionäre sein. Auch hier ist die Stellungnahme das erste Mittel der Wahl. Sollte die Hauptversammlung Abwehrmaßnahmen nicht zustimmen, so hat der Vorstand immer noch die Möglichkeit, einen konkurrierenden Bieter zu suchen. Vorsorglich kann auch die Aufsichtsbehörde auf diese Probleme hingewiesen werden<sup>1180</sup>.

### 8.4.4 Zweifel am unternehmerischen Konzept

Eine Ablehnung des Übernahmeangebots kommt auch in Betracht, wenn aus Sicht der Zielgesellschaft die wirtschaftlichen und strategischen Ziele des Bieters nicht erreicht werden können und daher die Übernahme misslingen wird. Nicht selten werden Übernahmen wieder rückgängig gemacht<sup>1181</sup>. Studien aus den USA und Großbritannien kommen zu dem Ergebnis, dass Fusionen weder Effizienz noch Gewinne steigern, und etwa ein Drittel der übernommenen Unternehmen später wieder verkauft wird<sup>1182</sup>, was auch damit zusammenhängen kann, dass das erworbene Unternehmen nicht zu dem Erwerber passt oder

---

<sup>1175</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27.

<sup>1176</sup> *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553).

<sup>1177</sup> *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1392).

<sup>1178</sup> *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1435).

<sup>1179</sup> *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553).

<sup>1180</sup> So die Übernahmekommission im Fall S&T System Integration & Technology Distribution AG/Brain Force Holding AG - Presseinformation vom 19.8.2010 („Kein seriöses Angebot“), abrufbar unter: <http://www.takeover.at/Download/UebK-Pressemitteilung-19-08-2010.pdf> (30.8.2010).

<sup>1181</sup> Ein Beispiel ist der „merger under equals“ von Daimler/Chrysler, der 1998 begründet und 2007 wieder aufgelöst wurde; siehe hierzu unter:

[http://de.wikipedia.org/wiki/Daimler\\_AG#DaimlerChrysler\\_AG\\_.281998.E2.80.932007.29](http://de.wikipedia.org/wiki/Daimler_AG#DaimlerChrysler_AG_.281998.E2.80.932007.29) (30.8.2010).

<sup>1182</sup> *Tichy*, Fusionen und Übernahmen (2000), AK Wien, Beiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 6, 13 (16).

die Produktions- und Organisationsstrukturen nicht zusammengeführt werden konnten. Das Risiko des Scheiterns ist noch ausgeprägter, wenn das Management der Zielgesellschaft das unternehmerische Konzept des Bieters ablehnt<sup>1183</sup>. Erfolgsuntersuchungen durch Befragungen über die unternehmensinterne Beurteilung eines Zusammenschlusses bestätigen diese Ergebnisse. Sowohl aus Untersuchungen amerikanischer als auch europäischer deutscher Unternehmenszusammenschlüsse ergibt sich, dass ein beachtlicher Anteil als nicht erfolgreich bewertet wird (USA: 32 %, Europa: 47 %, Deutschland: 38 %) <sup>1184</sup>.

Will der Bieter mit der Übernahme Synergien nutzen und Effizienzgewinne erzielen, so dürfte dies im Regelfall im Interesse beider Unternehmen liegen; das unternehmerische Ziel kann nur gemeinsam mit dem Vorstand der Zielgesellschaft erreicht werden, da dieser die Kenntnisse und Fähigkeiten besitzt, die für die Identifizierung von Synergiepotentialen und die Umsetzung erforderlicher Projekte unverzichtbar sind. Bestreitet der Vorstand der Zielgesellschaft Vorhandensein und Umfang von Synergiepotentialen, so kann schon deshalb der Bieter veranlasst sein, von einer Übernahme Abstand zu nehmen.

Lassen sich jedoch weder der Bieter noch die Aktionäre von der Stellungnahme des Vorstands überzeugen, so dürfte die gesetzlich zulässige Übernahmeabwehr dem Vorstand keine zusätzlichen Handlungsspielräume verschaffen; die Hauptversammlung würde Abwehrmaßnahmen nicht zustimmen, die Suche nach einem konkurrierenden Bieter ist jedenfalls ausgeschlossen, wenn es darum geht, dass die Zielgesellschaft ihre Eigenständigkeit bewahrt.

#### **8.4.5 Persönliche Betroffenheit**

Nicht zu verkennen ist, dass eine Übernahme zu erheblichen persönlichen Risiken des Vorstands der Zielgesellschaft führt. Nach einer Untersuchung aus den USA verlieren über 50% der leitenden Manager innerhalb von drei Jahren nach der Übernahme ihren Arbeitsplatz<sup>1185</sup>, weil zB unterschiedliche Auffassungen über die künftige Ausrichtung der Zielgesellschaft bestehen. Auch ist nach einer geglückten feindlichen Übernahme eine Zusammenarbeit mit dem alten Management kaum vorstellbar. Es würde jedoch zu weit führen, die Rolle des Managements bei einer feindlichen Übernahme lediglich als Verhinderer einer für die Aktionäre positiven Lösung zu sehen, weil in erster Linie Eigeninteressen

---

<sup>1183</sup> Tichy, Fusionen und Übernahmen 30.

<sup>1184</sup> Bühner, Unternehmenszusammenschlüsse 99.

<sup>1185</sup> Schaaf, Möglichkeiten der Abwehr von Takeover Bids in Großbritannien und USA, RIW 1985, 273.

verfolgt würden<sup>1186</sup>. Eine solche Auffassung wird weder den handelnden Personen gerecht noch berücksichtigt sie den öffentlichen Druck, der durch entsprechende Kommentierungen in der Wirtschaftspresse entstehen würde. Das eigene Interesse des Vorstands am Erhalt seiner Position ist nicht schützenswert; einzuräumen ist aber, dass auch persönliche Betroffenheit die Entscheidung des Vorstandes, ein Übernahmeangebot aus anderen Gründen als „feindlich“ aufzufassen, beeinflussen kann.

Hält ein Bieter die Zielgesellschaft für ineffizient geführt (Markt für Unternehmenskontrolle), so muss der Vorstand mit seiner Ablösung rechnen; dies wäre der „klassische“ Fall einer feindlichen Übernahme<sup>1187</sup>. Bei einer freundlichen Übernahme ist die spätere Auswechslung des Managements jedenfalls wesentlich seltener<sup>1188</sup>. Wegen persönlicher Interessen des Vorstands wird die Hauptversammlung nicht geneigt sein, Abwehrmaßnahmen zu ratifizieren. Der Vorstand der Zielgesellschaft kann sich dann allenfalls um einen „genehmen“ konkurrierenden Bieter bemühen.

#### **8.4.6 Empirische Befunde**

Eine Auswertung der Gründe für die Ablehnung des Übernahmeangebots und die von der Zielgesellschaft getroffenen Maßnahmen bei den bisherigen Übernahmeauseinandersetzungen in Deutschland und Österreich<sup>1189</sup> kommt zu folgenden Ergebnissen:

Der häufigste Grund für die Ablehnung eines Übernahmeangebots liegt in der Höhe der Gegenleistung, womit in erster Linie Aktionärsinteressen geltend gemacht wurden. In den Fällen Mannesmann AG/Vodafone<sup>1190</sup> und Continental AG/Schaeffler-Gruppe war das Vorgehen des Vorstands der Zielgesellschaft insofern erfolgreich, als das Übernahmeangebot erhöht wurde<sup>1191</sup>. Befürchtete Nachteile für einzelne Interessengruppen konnten durch entsprechende verpflichtende Erklärungen des Bieters reduziert werden<sup>1192</sup>. Im Falle

---

<sup>1186</sup> Dies wird vor allem in der angloamerikanischen Literatur betont: *Winner*, Zielgesellschaft 65; so auch *Denzel*, Neutralitätspflicht 22.

<sup>1187</sup> *Easterbrook/Fischel*, Harvard Law Review 1981, 1161.

<sup>1188</sup> *Martin/Connell*, Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover, Journal of Finance 1991, 671.

<sup>1189</sup> Anlage 3.

<sup>1190</sup> Manager Magazin vom 18.10.2004, abrufbar unter:

<http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,242161,00.html> (30.8.2010).

<sup>1191</sup> Das Verfahren enthält alle Elemente einer feindlichen Übernahme; Einzelheiten abrufbar unter:

<http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,573389,00.html> (30.8.2010)

<sup>1192</sup> So wurde Ex-Bundeskanzler Gerhard Schröder als Garant für die Einhaltung der Investorenvereinbarung eingeschaltet; siehe Handelsblatt vom 25.1.2009, abrufbar unter:

<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/schaeffler-und-conti-brauchen-staatshilfe;2133458> (30.8.2010).

OMV/MOL<sup>1193</sup> ist bemerkenswert, dass Abwehrmaßnahmen vom Vorstand im Einverständnis mit den Aktionären ergriffen wurden und die Übernahmeabsicht wegen kartellrechtlicher Bedenken aufgegeben wurde.

Übernahmeangebote wurden aber auch abgelehnt im Hinblick auf die Person des Bieters. So hat sich der österreichische Stahlkonzern Böhler-Uddeholm AG gegen die Übernahme durch die britische Beteiligungsgesellschaft CVC Capital Partners gewehrt, weil keine Stabilität im Aktionärskreis zu erwarten war. Der Vorstand ersuchte daher seinen Kernaktionär, die BU Industrieholding GmbH, das Angebot der CVC nicht anzunehmen und im Interesse des Unternehmens gegebenenfalls andere Verkaufsalternativen zu prüfen. Schließlich wurde der Stahlkonzern von einem „erwünschten“ Bieter (Voestalpine AG) übernommen<sup>1194</sup>. Vergleichbar gestaltete sich die Übernahme der Schering AG durch die Merck KGaA; erfolgreich war die Bayer AG als „White Knight“<sup>1195</sup>.

Die Übernahme der Aventis durch Novartis scheiterte, erfolgreich war als konkurrierender Bieter - mit politischer Unterstützung der französischen Regierung - der Konzern Sanofi-Synthélabo<sup>1196</sup>. Das Übernahmeangebot von Sanofi-Synthélabo wurde durch Aventis abgelehnt, weil ein übereilter Zeitplan zum Nachteil von Aventis festgestellt und der Angebotspreis infrage gestellt wurde; ferner wurden in den zum Tausch angebotenen Aktien erhebliche Risiken erblickt, nur begrenzte strategische Vorteile gesehen und massiver Stellenabbau befürchtet<sup>1197</sup>.

Als die Continental AG vom Pirelli-Konzern angegriffen wurde, kamen dem Reifenhersteller deutsche Banken/Versicherungen und namhafte Automobilhersteller zu Hilfe, die fast 25% der Continental-Aktien aufkauften und damit eine Sperrminorität hielten. In Italien führte dies

---

<sup>1193</sup> Handelsblatt vom 6.8.2008, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/omv-stoppt-feindliche-uebernahme-der-ungarischen-mol;2020006> (30.8.2010).

<sup>1194</sup> Handelsblatt vom 29.3.2007, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/neue-stahl-elefantenhochzeit/2789474.html> (30.8.2010).

<sup>1195</sup> focus online vom 24.3.2006, abrufbar unter: [http://www.focus.de/finanzen/boerse/aktien/schering-uebernahme\\_aid\\_106637.html](http://www.focus.de/finanzen/boerse/aktien/schering-uebernahme_aid_106637.html) (30.8.2010).

<sup>1196</sup> FAZ.NET vom 26.4.2004; abrufbar unter: <http://www.faz.net/s/RubD16E1F55D21144C4AE3F9DDF52B6E1D9/Doc~EBFF7C894019346DCAD7B0893B4CC56D5~ATpl~Ecommon~Spezial.html> (30.8.2010).

<sup>1197</sup> abrufbar unter: <http://www.bav-sa.de/www.baa-ev.de/DE/download/aventisablehnungerlaeuterung.pdf> (30.8.2010).

zu heftigen Reaktionen - auch von Seiten der Politik<sup>1198</sup>. Der Übernahmever such des Pirelli-Konzerns ist schlußendlich gescheitert.

Im Fall Krupp/Thyssen waren erhebliche Interessen der Arbeitnehmer betroffen. Erst nachdem deren Interessen angemessen berücksichtigt waren, konnte der Zusammenschluss vollzogen werden<sup>1199</sup>. Bei dem Angebot der Siemens AG Österreich für die VE Technologie AG im Jahre 2004/2005 gab der Vorstand der Zielgesellschaft den Widerstand erst auf, als der Angebotspreis verbessert wurde<sup>1200</sup>.

Die Auswertung der vorgenannten Übernahmen/Übernahmever suche bestätigt, dass seitens der Zielgesellschaft in erster Linie im Interesse der Aktionäre die Höhe der Gegenleistung moniert wurde, was zu Nachbesserungen führte; auch soweit Arbeitnehmerinteressen betroffen waren, konnten Erfolge durch (angedrohte) Abwehrmaßnahmen erzielt werden. Bedeutsam ist ferner, dass die Ablehnung im Hinblick auf die Person des Bieters zu einer Übernahme durch einen anderen „passenden“ Bieter geführt hat.

## **8.5 Ergebnis**

Sofern der Vorstand der Zielgesellschaft davon ausgeht, dass ein Übernahmeangebot schädlich für die Gesellschaft und die Aktionäre ist, wird er dies zunächst durch die Stellungnahme deutlich machen. Von herausragender Bedeutung für die Aktionäre ist die Höhe der Gegenleistung, so dass hier schon die Stellungnahme des Vorstands dazu führen kann, dass ein Übernahmeangebot abgelehnt wird, wenn der Bieter das Angebot nicht nachbessert. Mitunter benötigt der Vorstand Zeit, um mit dem Bieter zu verhandeln; dann können schon die „gesetzlichen“ Abwehrmaßnahmen hilfreich sein.

Da sämtliche Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung der Hauptversammlung getroffen werden könnten, wäre auf diesem Weg eine Übernahme zu verhindern. Stimmen aber die Aktionäre Abwehrmaßnahmen zu, so ist nicht zu erwarten, dass diese das Übernahmeangebot - zumindest in der vorliegenden Form - annehmen. Und umgekehrt: halten die Aktionäre das Angebot für angemessen, so werden sie Abwehrmaßnahmen nicht zustimmen. In der Praxis kann ein unüberwindliches Hindernis für zustimmende Hauptversammlungsbeschlüsse oder

---

<sup>1198</sup> Baums, Hostile Takeovers in Germany – A Case Study on Pirelli vs. Continental AG, Arbeitspapier 3/93, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Osnabrück.

<sup>1199</sup> Einzelheiten siehe: [http://de.wikipedia.org/wiki/ThyssenKrupp#Fusion\\_Thyssen\\_und\\_Krupp-Hoesch](http://de.wikipedia.org/wiki/ThyssenKrupp#Fusion_Thyssen_und_Krupp-Hoesch) (30.8.2010).

<sup>1200</sup> Winner, GesRZ 2010, 7 (9).

eigene Abwehrmaßnahmen der Hauptversammlung schon darin liegen, dass der Bieter an der Zielgesellschaft beteiligt ist<sup>1201</sup>. Im Übrigen wäre damit zu rechnen, dass einzelne (institutionelle) Anleger eher an einem raschen Gewinn interessiert sind. „Das Arsenal der Hauptversammlung zur Abwehr einer Übernahme ist begrenzt und nicht wirklich hilfreich“<sup>1202</sup>. Immerhin lässt sich mit der Zustimmung der Hauptversammlung die aktienrechtliche Haftung des Vorstands wegen des Ergreifens von Abwehrmaßnahmen auszuschließen.

Bestehen Bedenken gegen die wirtschaftlichen Pläne oder die Person des Bieters, so kann auch ein konkurrierender Bieter gesucht werden. Hier erweist es sich als Vorteil, wenn der Vorstand bereits präventiv Absprachen mit befreundeten Investoren getroffen hat. Sieht der Vorstand aber den Erhalt der Eigenständigkeit der Zielgesellschaft als vorrangig an, so ist die Suche nach einem konkurrierenden Bieter sinnlos. Muss der Vorstand im Falle einer Übernahme mit seiner Ablösung rechnen, so bleibt ihm nur die Möglichkeit, einen freundlich gesinnten Bieter zu suchen.

Damit kann aber festgestellt werden, dass in vielen Fällen bereits die „gesetzlichen“ Abwehrmaßnahmen ausreichen, um eine unerwünschte Übernahme zu verhindern. Insbesondere bei Bedenken gegen die Person des Bieters bietet sich die Suche nach einem Konkurrenzangebot an. Ist aber ein konkurrierender Bieter nicht zu finden und die Hauptversammlung gegenüber Abwehrmaßnahmen unentschlossen, so wird der Vorstand der Zielgesellschaft nach weiteren Möglichkeiten zur Abwehr einer unerwünschten Übernahme suchen.

---

<sup>1201</sup> „blocking investment“: *Schneider*, AG 2002, 125 (132).

<sup>1202</sup> *Schneider*, AG 2002, 125 (132).

## 9 Das Verhinderungsverbot und seine Ausnahmen

Beurteilt der Vorstand einer Zielgesellschaft ein Übernahmeangebot als unerwünscht, verfehlt aber die Stellungnahme ihre Wirkung auf die Aktionäre und erscheinen „gesetzliche“ Abwehrmaßnahmen als nicht zielführend, so wird der Vorstand der Zielgesellschaft Mittel und Wege suchen, den Bieter so weit zu behindern, dass die Übernahme fehlschlägt. Zur Übernahmeabwehr kommen nach Vorliegen eines Übernahmeangebots grundsätzlich alle Maßnahmen in Betracht, die auch präventiv eingesetzt werden können. Der Aufbau von Übernahmebarrieren und statuarischen Übernahmehindernissen kann bei realistischer Betrachtung nach Angebotslegung nicht mehr rechtzeitig wirksam werden. Der Vorstand wird sich auf solche Maßnahmen konzentrieren, die in eigener Kompetenz liegen, wie etwa die Veräußerung von Vermögensgegenständen oder Unternehmensbeteiligungen, der Erwerb eigener Aktien zur Schadenabwehr, die Verweigerung der Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien oder die Nutzung bestehender Ermächtigungen der Hauptversammlung (genehmigtes Kapital, Erwerb oder Veräußerung eigener Aktien, Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen – jeweils mit oder ohne Ausschluss des Bezugsrechts). Als Abwehrmaßnahmen kommen auch der Erwerb eines anderen Unternehmens zur Schaffung kartellrechtlicher Probleme, das Eingehen von wechselseitigen Beteiligungen, die Gründung einer Abwehrholding oder der Börsengang einer Tochtergesellschaft infrage, obgleich die Umsetzung in den meisten Fällen aus Zeitgründen scheitern wird.

Nach Vorliegen eines Übernahmeangebots kann der Vorstand der Zielgesellschaft zudem versuchen, ein eigenes Angebot zu legen, um die Bietergesellschaft zu übernehmen oder zumindest eine Sperrminorität zu erlangen<sup>1203</sup>. Ob es sich bei dem Gegenangebot um eine Abwehrmaßnahme handelt, kann bezweifelt werden, weil das Angebot des Bieters hiervon nicht unmittelbar berührt ist<sup>1204</sup>. Da aber durch diese Maßnahme ein Übernahmeangebot letztlich ins Leere laufen kann, muss schon von einer „aggressiven“ Form der Verteidigung ausgegangen werden<sup>1205</sup>. In der Praxis ergeben sich für diese Verteidigungsmaßnahme erhebliche Restriktionen: für die Bieter-Aktiengesellschaft muss ein übernahmefähiger

---

<sup>1203</sup> Praktiziert in den USA, siehe *Daum*, Unkoordinierte Übernahme 190.

<sup>1204</sup> *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 110.

<sup>1205</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 110.

<sup>1205</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 96; *Grunewald* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 34; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 55; *Ekkenga* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 119; *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 106.

Anteilsbesitz vorhanden sein, die Zielgesellschaft muss über ausreichend liquide Mittel oder einen tauschfähigen Aktienbestand verfügen; erschwerend wirkt der Zeitfaktor, da ein Beteiligungserwerb gut vorbereitet sein muss<sup>1206</sup>. Im Übrigen kann ein Gegenangebot nur abgegeben werden, wenn es betriebswirtschaftlich begründbar ist und im wohlverstandenen Unternehmensinteresse liegt<sup>1207</sup>. Selbstverständlich kann die Zielgesellschaft ein Angebot auf die Bieter-Aktiengesellschaft abgeben, wenn der Bieter seinen Übernahmeversuch aufgegeben hat.

Ob und unter welchen Voraussetzungen der Vorstand einer Zielgesellschaft Abwehrmaßnahmen ergreifen darf, ist auf Grundlage der EU-Übernahmerichtlinie<sup>1208</sup> durch die Mitgliedstaaten unterschiedlich geregelt worden.

### **9.1 „Europäisches“ Verhinderungsverbot und nationale Umsetzung**

Nach Art 9 Abs 2 und 3 der EU-Übernahmerichtlinie sind Verteidigungsmaßnahmen ohne Ratifizierung der Hauptversammlung unzulässig, lediglich das laufende Geschäft kann fortgeführt werden; Maßnahmen, die weder teilweise noch vollständig umgesetzt sind, unterliegen der Kompetenz der Hauptversammlung, wenn sie außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegen; die Suche nach konkurrierenden Angeboten ist ohne Ermächtigung durch die Hauptversammlung möglich. Art 12 EU-Übernahmerichtlinie relativiert diese Grundsätze, indem den Mitgliedstaaten gestattet wird, auch andere Regelungen zu treffen, sofern die Gesellschaften sich optional dem „Europäischen“ Verhinderungsverbot unterstellen können.

Mit Umsetzung der EU-Übernahmerichtlinie haben die Mitgliedstaaten der EU unterschiedliche Regelungen zur Neutralitätspflicht getroffen, was von der Europäischen Kommission kritisiert wird<sup>1209</sup>; in einem Report wurde die Bandbreite unterschiedlicher

---

<sup>1206</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 96.

<sup>1207</sup> Daum, Unkoordinierte Übernahme 191.

<sup>1208</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl vom 30.4.2004, L 142/12.

<sup>1209</sup> Charlie McCreevy, für Binnenmarkt und Dienstleistungen zuständiges Mitglied der Europäischen Kommission: "Zu viele Mitgliedstaaten stehen der Aufhebung von Hindernissen eher zurückhaltend gegenüber und einige statten die Unternehmen mit noch mehr Befugnissen aus, um Angebote zu durchkreuzen... Dies läuft dem Grundgedanken der Richtlinie völlig zuwider." In IP/07/215 vom 26.2.2007, abrufbar unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/251&format=HTML&aged=1&language=DE&guiLanguage=en> (30.8.2010).

Lösungen zur Neutralitätspflicht dargestellt, die von einem strikten Verhinderungsverbot bis zu weiten Ausnahmeregelungen reicht<sup>1210</sup>.

Schon vor Verabschiedung der EU-Übernahmerichtlinie war die Neutralitätspflicht im **Vereinigten Königreich** fester Bestandteil des City Code<sup>1211</sup> (General Principle 7), der allerdings nur einen gerichtlich nicht durchsetzbarer Verhaltenskodex enthielt; Abwehrmaßnahmen (aufgelistet in Rule 21) waren nur zulässig mit Zustimmung der Hauptversammlung<sup>1212</sup>. Die Regelung war Vorbild für Art 9 EU-Übernahmerichtlinie, deren Umsetzung zunächst als interimistische Lösung erfolgte<sup>1213</sup> und endgültig mit der Aufgabenzuweisung an den „Panel of Takeovers and Mergers“ durch den Companies Act 2006 (Part 28, Chapter 1, Section 942) fixiert wurde<sup>1214</sup>. Das Verhinderungsverbot wurde in Form einer Genralklausel in Rule 21.1 City Code aufgenommen<sup>1215</sup>.

Die EU-Übernahmerichtlinie wurde in **Frankreich** Ende März 2006 umgesetzt<sup>1216</sup>. Der Code de Commerce enthält eine strikte Neutralitätspflicht<sup>1217</sup>: Verteidigungsmaßnahmen dürfen nur mit Zustimmung der Hauptversammlung ergriffen werden<sup>1218</sup>; die Suche nach einem konkurrierenden Bieter ist von dem Zustimmungserfordernis ebenso ausgenommen wie Maßnahmen, die vor Angebotslegung beschlossen und zumindest teilweise umgesetzt wurden<sup>1219</sup>. Das französische Recht sieht zudem die Reziprozitätsregel<sup>1220</sup> vor, wonach die Zielgesellschaft von der Neutralitätspflicht entbunden ist, wenn der Bieter nicht der gleichen Pflicht unterworfen ist. Wendet die Zielgesellschaft die Reziprozitätsregel an, so können nur die Maßnahmen ergriffen werden, zu denen eine ausdrückliche Ermächtigung der

---

<sup>1210</sup> EU-Kommission: Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids vom 21.2.2007, Annex 1; unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf) (30.8.2010); siehe auch *Linklaters*, Übernahmerecht in ausgewählten europäischen Ländern, abrufbar unter: [http://www.linklaters.com/pdfs/publications/GER\\_Div/070503\\_Uebernahme%20Uebersicht\\_De.pdf](http://www.linklaters.com/pdfs/publications/GER_Div/070503_Uebernahme%20Uebersicht_De.pdf) (30.8.2010).

<sup>1211</sup> *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1368).

<sup>1212</sup> *Denzel*, Neutralitätspflicht 108; *Grundmann/Möslein*, Die goldene Aktie und der Markt für Unternehmenskontrolle im Rechtsvergleich - insbesondere Staatskontrollrecht, Höchst- und Mehrfachstimmrechte sowie Übernahmeabwehrmaßnahmen, ZvglRW 102 (2003) 289 (323-334).

<sup>1213</sup> The Takeovers Directive (Interim Implementation) Regulations, 2006, Statutory Instrument 2006/1183 (U.K.), abrufbar unter: <http://www.opsi.gov.uk/si/si2006/20061183.htm> (30.8.2010).

<sup>1214</sup> abrufbar unter: [http://www.opsi.gov.uk/ACTS/acts2006/pdf/ukpga\\_20060046\\_en.pdf](http://www.opsi.gov.uk/ACTS/acts2006/pdf/ukpga_20060046_en.pdf) (30.8.2010).

<sup>1215</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 31.

<sup>1216</sup> LOI Nr 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition (Journal Officiel de la République Française vom 1.4.2006, abrufbar unter: [www.legifrance.gouv.fr/WAspad/UnTexteDeJorf?numjo=ECO0500226L](http://www.legifrance.gouv.fr/WAspad/UnTexteDeJorf?numjo=ECO0500226L) (30.8.2010) ; zur historischen Entwicklung siehe *Klein/Stucki*, Öffentliche Übernahmeangebote in Frankreich, RIW 2001, 488 (489).

<sup>1217</sup> Art L233-32 Abs 2 Code de Commerce.

<sup>1218</sup> Art 12 LOI Nr 2006-387.

<sup>1219</sup> Art L233-32 Abs 3 Code de Commerce.

<sup>1220</sup> Art L233-33 Code de Commerce, Art 13 LOI Nr 2006-387.

Hauptversammlung vorliegt, die allerdings auf 18 Monate befristet ist<sup>1221</sup>. Darüber hinaus wird es der Zielgesellschaft ermöglicht, während der Angebotsfrist Gratis-Wandelrechte (bons de souscription d'actions - BSAs) auszugeben<sup>1222</sup>; durch die „Verwässerung“ des vom Bieter übernommenen Anteils kann eine unerwünschte Übernahme zwar nicht verhindert werden, es bieten sich dadurch aber Ansätze für Verhandlungen der Zielgesellschaft mit dem Bieter, in erster Linie um eine höhere Gegenleistung zu erzielen. Allerdings ist auch hierfür ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich<sup>1223</sup>.

Bereits mit Art 104 des Dekrets Nr 58 vom 24.2.1998<sup>1224</sup> wurde in **Italien**<sup>1225</sup> die Neutralitätspflicht kodifiziert. Die Umsetzung der EU-Übernahmerichtlinie erfolgte in drei Schritten mit jeweils abweichenden Ergebnissen, angefangen von strikt verpflichtender Neutralität<sup>1226</sup> über eine optionale Anwendung<sup>1227</sup> bis hin zu der am 1.7.2010 in Kraft getretenen Änderung, die wieder zur Neutralitätspflicht zurückkehrt<sup>1228</sup>. Die „optionale“ Lösung war veranlasst durch eine wirtschaftliche Krise und der Befürchtung von zunehmenden Übernahmen italienischer Gesellschaften<sup>1229</sup>.

Auch in **Spanien** gilt strikte Neutralitätspflicht<sup>1230</sup>; Abwehrmaßnahmen sind nur auf der Grundlage eines Hauptversammlungsbeschlusses zulässig. Die Umsetzung der EU-Übernahmerichtlinie erfolgte am 12.4.2007 unter Übernahme des „Europäischen“ Verhinderungsverbots<sup>1231</sup>. Werden im Hinblick auf die Reziprozitätsregel Abwehrmaßnahmen getroffen, so muss diesen ein Hauptversammlungsbeschluss zugrunde liegen, der nicht mehr als 18 Monate zurückliegen darf<sup>1232</sup>.

---

<sup>1221</sup> Art L233-33 Abs 2 Code de Commerce.

<sup>1222</sup> Art L233-32 Abs 2 Code de Commerce; *Knott*, Freiheit, die ich meine: Abwehr von Übernahmeangeboten nach Umsetzung der EU-Richtlinie, NZG 2006, 849 (850).

<sup>1223</sup> Art L233-32 Code de Commerce.

<sup>1224</sup> abrufbar unter :

[http://www.consob.it/mainen/legal\\_framework/laws\\_regulations/laws.html?queryid=mainen.laws.and.regulation&resultmethod=tuf&search=1&symlink=/mainen/legal\\_framework/laws\\_regulations/index.html](http://www.consob.it/mainen/legal_framework/laws_regulations/laws.html?queryid=mainen.laws.and.regulation&resultmethod=tuf&search=1&symlink=/mainen/legal_framework/laws_regulations/index.html) (30.8.2010).

<sup>1225</sup> Einzelheiten siehe *Ferrarini/Miller*, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Cornell International Law Journal 2009, 301 (323).

<sup>1226</sup> Verordnung Nr 229 vom 19.11.2007 Gazz Uff Nr 289 vom 13.12.2007.

<sup>1227</sup> Verordnung Nr 185 (Art 13) vom 29.11.2008 Supplemento Ordinario Nr 263/L, Gazz Uff Nr 280 vom 29.11.2008; *Diemer/Hasselbach*, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, NZG 2000, 824.

<sup>1228</sup> Verordnung Nr 146 (Art 1) vom 25.9.2009 Gazz Uff Nr 246 vom 10.10.2009.

<sup>1229</sup> *Ferrarini/Miller*, Cornell International Law Journal 2009, 301 (324).

<sup>1230</sup> Art 60 Ley del Mercado de Valores (Boletín Oficial del Estado 2007, 7787).

<sup>1231</sup> Gesetz 6/2007 vom 12.4.2007 (Boletín Oficial del Estado 1988, 18764).

<sup>1232</sup> Art 60 Ley del Mercado de Valores, Anmerkung 221.

Die Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie in **Belgien** erfolgte durch Gesetz vom 1.4.2007 mit Inkrafttreten am 1.9.2007<sup>1233</sup>. Die bereits bestehenden Möglichkeiten der Übernahmeabwehr wurden durch die Umsetzung nicht abgeändert; das „Europäische“ Verhinderungsverbot kann optional beschlossen werden. Danach hat der Vorstand in Übernahme-situationen das Unternehmensinteresse, das Interesse der Aktionäre und der übrigen Interessengruppen zu berücksichtigen. Zur Abwehr stehen die Maßnahmen zur Verfügung, die auch außerhalb einer Übernahme angewendet werden können, zB die Möglichkeit der Kapitalerhöhung, der Einberufung eines genehmigten Kapitals und des Erwerbs eigener Aktien von bis zu 20%. Unzulässig sind hingegen wesentliche Veränderungen des Vermögens der Zielgesellschaft.

In den **Niederlanden** trat die Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie am 28.10.2007 in Kraft. Nach Art 359b Burgerlijk Wetboek (boek 2)<sup>1234</sup> kann die Gesellschaft in der Satzung verankern, dass Abwehrmaßnahmen nur mit Zustimmung der Hauptversammlung ergriffen werden; die Suche nach einem konkurrierenden Bieter bedarf keiner Zustimmung durch die Hauptversammlung; verhinderungsgeeignete Maßnahmen dürfen nicht umgesetzt werden, auch wenn sie bereits vor Angebotslegung beschlossen wurden. Dies entspricht weitgehend dem „Europäischen“ Verhinderungsverbot. Wird kein Satzungsbeschluss gefasst, so können ansonsten gesellschaftsrechtlich zulässige Abwehrmaßnahmen ergriffen werden.

Die vorgenannten Umsetzungen der EU-Übernehmerichtlinie in einzelnen Mitgliedstaaten belegen, dass teilweise das strikte Verhinderungsverbot gilt, teilweise aber auch Ausnahmeregelungen Handlungsspielräume für Zielgesellschaften eröffnen, um eine Übernahme abzuwehren. Die Bandbreite der Umsetzungsalternativen wird auch im Vergleich zwischen Deutschland und Österreich deutlich. Die unterschiedlichen Regelungen werden nachfolgend dargestellt und anschließend der Frage nachgegangen, wie sich dies auf die tatsächlichen Handlungsspielräume der Vorstände von Zielgesellschaften in beiden Ländern auswirkt.

## **9.2 Verhinderungsverbot nach § 12 ÜbG**

Das österreichische Verhinderungsverbot hat sein „Regelungsvorbild“<sup>1235</sup> in Art 9 EU-Übernehmerichtlinie, und zwar bereits in der am 1. Januar 1999 „ohne jede europarechtliche

---

<sup>1233</sup> Königliche Verordnung vom 27.4. 2007 über öffentliche Übernahmeangebote.

<sup>1234</sup> Abrufbar unter: <http://www.wetboek-online.nl/wet/BW2.html#2292> (30.8.2010).

<sup>1235</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 90; *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 22.

Verpflichtung<sup>1236</sup> in Kraft getretenen Fassung<sup>1237</sup>, die auch nach der mit dem ÜBRÄG 2006<sup>1238</sup> vorgenommenen Neugestaltung beibehalten wurde. § 12 Abs 2 ÜbG verbietet alle objektiv-abstrakt verhinderungsgerechten Handlungen von Verwaltungsorganen der Zielgesellschaft, wenn hierfür keine konkrete Zustimmung der Hauptversammlung vorliegt<sup>1239</sup>. Die Zuständigkeit für Maßnahmen zur Abwehr von Übernahmeangeboten ist bei der Hauptversammlung „konzentriert“<sup>1240</sup>, so dass eigenmächtiges Verhalten des Vorstands ausgeschlossen ist<sup>1241</sup>. Ohne Zustimmung der Hauptversammlung sind sämtliche Abwehrmaßnahmen unzulässig, auch wenn sie aktienrechtlich nicht zu beanstanden wären. Das Verhinderungsverbot wirkt „absolut“, auch soweit schützenswerte Interessen nach § 3 Z 3 ÜbG betroffen wären<sup>1242</sup>.

Da die Übernahme für den Vorstand einen „Ausnahmestand“ darstellt, bei dem es zu Interessenkollisionen kommen kann, hat die Zielgesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrates zu ihrer Beratung während des Übernahmeverfahrens einen unabhängigen Sachverständigen zu bestellen (§ 13 ÜbG); es besteht „Beratungszwang“<sup>1243</sup>. Der Sachverständige berät im Interesse der Gesellschaft und zum „Schutz der Verwaltung der Zielgesellschaft vor Rechtsverletzung, insbesondere vor Verstößen gegen § 12 ÜbG“<sup>1244</sup>.

Das Verhinderungsverbot wird ergänzt durch ein Objektivitätsgebot, das sich unmittelbar aus § 12 Abs 1 ÜbG ergibt; dies dient dem Zweck, dass die Aktionäre frei und informiert über die Annahme oder Ablehnung eines Übernahmeangebots entscheiden können<sup>1245</sup>. Gibt der Vorstand der Zielgesellschaft in einer Übernahmesituation eine Erklärung an die Öffentlichkeit ab, so sind unrichtige, ungenaue, unvollständige oder unsorgfältige Auskünfte der Verwaltungsorgane unzulässig, wenn sie objektiv geeignet sind, die Entscheidung der

---

<sup>1236</sup> Winner, GesRZ 2010, 7 (8).

<sup>1237</sup> Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote, Art I des BGBl I 1998/127; zur Entwicklung:

*Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 1.

<sup>1238</sup> BGBl I 2006 75.

<sup>1239</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 22; *BegrRegE BT-Dr 14/7034 57* = ZIP 2001, 1262, 1286; *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 3; *Fleischer/Kalss*, WpÜG 163; *Hirte*, ZGR 2002, 623 (631); *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (4).

<sup>1240</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 1.

<sup>1241</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 38.

<sup>1242</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 90; *Winner*, Zielgesellschaft 77; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 20.

<sup>1243</sup> Erl RV ÜbG 1999 (35), abgedruckt bei *Huber*, Übernahmegesetz 144.

<sup>1244</sup> *Huber/Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 13 Rz 9.

<sup>1245</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 90; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 2.

Aktionäre zu beeinflussen<sup>1246</sup>. Eine öffentliche Erklärung unterliegt zwar nicht dem höchstmöglichen Sorgfaltsstandard, die Informationen müssen aber der Situation angemessen und richtig sein<sup>1247</sup>. Die Aktionäre der Zielgesellschaft sind hinreichend und gleichmäßig<sup>1248</sup> - entsprechend dem Gleichbehandlungsgrundsatz - zu informieren; eine Einschränkung der Informationspflicht kann sich nur aus der aktienrechtlichen Geheimhaltungspflicht ergeben<sup>1249</sup>. Etwa bestehende Interessenkonflikte sind offen zu legen<sup>1250</sup>.

Das Verhinderungsverbot und das Objektivitätsgebot gelten nach österreichischem Recht für Pflichtangebote, freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung und für einfache öffentliche Erwerbsangebote<sup>1251</sup> ab Bekanntwerden der Übernahmeabsicht des Bieters<sup>1252</sup>. Dabei wird nicht vorausgesetzt, dass die Organe der Zielgesellschaft durch eine Meldung des Bieters nach §§ 5 f ÜbG Kenntnis erlangt haben; das Verhinderungsverbot kann auch schon dann einsetzen, wenn der Bieter mit der Zielgesellschaft über seine Absicht, ein Angebot zu stellen, verhandelt. Nicht ausreichend ist es, wenn Überlegungen des Bieters bekannt werden oder nur Gerüchte im Umlauf sind; das Übernahmeverhaben muss hinreichend konkretisiert sein, da erst dann ein Interessenkonflikt für die Organe der Zielgesellschaft bestehen kann<sup>1253</sup>.

### **9.3            *Ausnahmen vom Verhinderungsverbot nach § 12 ÜbG***

Nach § 12 Abs 3 ÜbG bedürfen verhinderungsg geeignete Maßnahmen nur dann der Zustimmung durch die Hauptversammlung, wenn diese weder teilweise noch vollständig umgesetzt worden sind und außerhalb des normalen Geschäftsverlauf gefasst wurden. In besonderen Fällen kann der Vorstand aber berechtigt sein, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen.

#### **9.3.1            *Tagesgeschäft und bereits beschlossene Maßnahmen***

Dem Verhinderungsverbot nach § 12 ÜbG unterliegen nicht Maßnahmen des normalen Geschäftsverlaufs, die vor dem Bekanntwerden der Übernahmeabsicht beschlossen wurden; dabei wird nicht vorausgesetzt, dass es bereits zu einer (teilweisen) Umsetzung der

---

<sup>1246</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 90.

<sup>1247</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 81.

<sup>1248</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 11.

<sup>1249</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 310.

<sup>1250</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 10.

<sup>1251</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 8 (19).

<sup>1252</sup> Nach Art 9 Abs 3 EU-Übernehmerichtlinie ist der Zeitpunkt der Bekanntmachung der Entscheidung zur Angebotsabgabe maßgeblich; § 12 ÜbG ist somit strenger, aber richtlinienkonform; *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 91; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 21.

<sup>1253</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 21.

Maßnahme gekommen ist<sup>1254</sup>. Ob eine Handlung im normalen Geschäftsverlauf liegt, ist unter Berücksichtigung des Unternehmensgegenstands und der konkreten Geschäftstätigkeit zu ermitteln<sup>1255</sup>. Maßnahmen, die auch vor dem Übernahmeangebot laufend vorgenommen wurden, sind zulässig<sup>1256</sup>; so kann der Erwerb eigener Anteile bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft durchaus hierunter fallen, genauso wie die Veräußerung von Beteiligungen bei Beteiligungsholdings zum täglichen Geschäft gehört<sup>1257</sup>.

Problematisch ist, ob es der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf, wenn verhinderungsgeeignete Maßnahmen innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs erst nach einem vorliegenden Übernahmeangebot beschlossen werden. Dafür spricht die absolute Geltung des Verhinderungsverbots, auch enthält nach wörtlicher Auslegung Art 9 Abs 3 EU-Übernehmerichtlinie eine solche Ausnahme nicht, da nur auf bereits beschlossene Maßnahmen außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs abgestellt wird. Auf der anderen Seite kann das normale Geschäft nicht zum Stillstand kommen, nur weil ein Übernahmeangebot vorliegt, dessen Erfolg noch nicht absehbar ist. Der Vorstand muss daher das Tagesgeschäft weiterführen können, jedoch mit der Einschränkung, dass die Maßnahme unternehmerisch erforderlich und unaufschiebbar ist; die Maßnahme darf nicht durch das vorliegende Übernahmeangebot veranlasst sein<sup>1258</sup>.

Privilegiert sind auch Maßnahmen außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs, mit deren Umsetzung bereits begonnen wurde<sup>1259</sup>. Teilakte müssen bereits irreversibel umgesetzt sein<sup>1260</sup>. Hierzu gehören bereits begonnene Aktienruckerwerbsprogramme oder Veräußerungen eigener Aktien sowie in Durchführung befindliche Kapitalherabsetzungen oder -erhöhungen<sup>1261</sup>. Die begonnene Umsetzung muss sich nach außen manifestiert haben, wozu zB gehört, dass eine etwa erforderliche Zustimmung durch den Aufsichtsrat bereits vorliegt<sup>1262</sup>. Es wird nicht vorausgesetzt, dass im Außenverhältnis bereits eine Verpflichtung zur Durchführung der begonnenen Maßnahme besteht<sup>1263</sup>. Sofern die Zielgesellschaft im

---

<sup>1254</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 93; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 35.

<sup>1255</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 36.

<sup>1256</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 12.

<sup>1257</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 36.

<sup>1258</sup> so für § 33a WpÜG *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 13.

<sup>1259</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 93; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 37.

<sup>1260</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 22.

<sup>1261</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 37.

<sup>1262</sup> so für § 33a WpÜG *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 14.

<sup>1263</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 37.

Außenverhältnis bereits verpflichtet ist, unterliegt die Maßnahme nach § 12 Abs 3 ÜbG nicht dem übernahmerechtlichen Verhinderungsverbot. Eine solche Verpflichtung kann jedoch nicht bereits in einem Ermächtigungsbeschluss durch die Hauptversammlung gesehen werden<sup>1264</sup>. Da die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft nicht immer zweifelsfrei beurteilen können, ob das Verhinderungsverbot ausnahmsweise nicht tangiert ist, ist eine (nochmalige) Zustimmung der Hauptversammlung empfehlenswert, zumindest wäre im Einzelfall eine Absicherung durch Expertenrat sinnvoll<sup>1265</sup>.

### 9.3.2 Ausnahme: „Extremfälle“

Ist mit einer beabsichtigten Übernahme eine besondere Gefährdung der Zielgesellschaft verbunden, so kann der Vorstand berechtigt sein, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, um das Interesse der Gesellschaft zu wahren<sup>1266</sup>. Begründen lässt sich dies mit dem Argument, dass auch die Aktionäre kein Recht hätten, die Gesellschaft zu schädigen, und durch Abwehrmaßnahmen des Vorstands in einem solchen Fall nicht in die Entscheidungsbefugnis der Aktionäre eingegriffen werde<sup>1267</sup>.

Das aus einer teleologischen Reduktion von § 12 ÜbG abgeleitete Recht zur Übernahmeabwehr muss auf „Extremfälle“ begrenzt sein<sup>1268</sup>, etwa wenn die Person des Bieters geeignet ist, die Stellung des Unternehmens im Markt und seinen Bestand zu gefährden<sup>1269</sup>, wenn mit Gesetzesverstößen des Bieters zu rechnen ist<sup>1270</sup>, dieser etwa die Zielgesellschaft zur Finanzierung des Kaufpreises ausplündern will<sup>1271</sup>, oder generell wenn Gefahren für Existenz oder Wohlergehen des Unternehmens drohen<sup>1272</sup>. Der Vorstand hat dabei nicht nur zu prüfen, ob die beabsichtigte Maßnahme zur Abwehr einer Gefahr für den

---

<sup>1264</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 38; *Jud/Terlitz/Zollner*, Der Rükckerwerb eigener Aktien als Instrument der Abwehr von Übernahmeangeboten, *ecolex* 2000, 91 (94).

<sup>1265</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 39.

<sup>1266</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 78 mit Verweis auf die überwiegend im deutschen Schrifttum geführte Diskussion; siehe dazu: *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 (246); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553); *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1434); *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27; *Mertens*, Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten? AG 1990, 252 (258); *Mülberr*, IStR 1999, 83 (89) unter Berufung auf BGHZ 33, 175 (186) „Minimax II“.

<sup>1267</sup> *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 (246).

<sup>1268</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 78.

<sup>1269</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27: Übernahme durch politisch exponierten Staat oder Mafiaorganisation; *van Aubel*, Vorstandspflichten 43 (49); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553); *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1436); einschränkend *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (271): nur in eindeutigen und krassen Extremfällen.

<sup>1270</sup> *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553); *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1436); *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27.

<sup>1271</sup> *Hopt*, FS Lutter (2000), 1361 (1392); *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27; *van Aubel*, Vorstandspflichten 46; kritisch: *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote 113; *Weisser*, Feindliche Übernahmeangebote 204.

<sup>1272</sup> *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553).

Bestand der Zielgesellschaft erforderlich und geeignet ist, sondern muss auch eindeutig davon ausgehen, dass das konkret gefährdete Unternehmensinteresse das Aktionärsinteresse an ungehinderter Entscheidung über das Übernahmeangebot überwiegt<sup>1273</sup>. In Zweifelsfällen hat das Interesse der Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft als Gesamtheit den Vorrang<sup>1274</sup>.

### 9.3.3 Handlungsspielräume nach § 12 ÜbG

Das Verhinderungsverbot nach § 12 ÜbG lässt dem Vorstand einer österreichischen Zielgesellschaft nur geringe Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr. Sämtliche verhinderungsg geeignete Maßnahmen bedürfen der Zustimmung durch die Hauptversammlung<sup>1275</sup>. Selbst von zeitlich vor Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht getroffenen Ermächtigungen der Hauptversammlung zur Einberufung eines genehmigten Kapitals (§ 169 öAktG)<sup>1276</sup> oder zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen (§ 174 Abs 2 öAktG)<sup>1277</sup> darf der Vorstand keinen Gebrauch machen, wenn nicht die Hauptversammlung einen erneuten Beschluss fasst, der ausdrücklich auf die Verteidigung gegen ein vorliegendes Übernahmeangebot gerichtet ist<sup>1278</sup>, wobei alle entscheidungsrelevanten Umstände nach § 4 Z 3 ÜbG offen zu legen sind<sup>1279</sup>. Ohne Zustimmung der Hauptversammlung darf die Zielgesellschaft keine Wertpapiere ausgeben, durch die der Bieter an der Erlangung der Kontrolle gehindert werden könnte (§ 12 Abs 2 Satz 2 ÜbG). Nach systematischer Auslegung sind mit „Wertpapiere“ alle Beteiligungspapiere im Sinne von § 1 Z 4 ÜbG gemeint<sup>1280</sup>. Eine Ausnahme ist nur vorstellbar, wenn es sich um Maßnahmen innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs handelt<sup>1281</sup>.

Die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien (§ 65 Abs 1 Z 8 öAktG) kann nach Vorliegen eines Übernahmeangebots nicht als privilegiertes Konkurrenzangebot genutzt werden, vielmehr bedarf der Rückkauf grundsätzlich der Ratifizierung durch die Hauptversammlung<sup>1282</sup>. Da der Erwerb eigener Anteile bei einer börsennotierten

---

<sup>1273</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 17.

<sup>1274</sup> Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (261).

<sup>1275</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 21.

<sup>1276</sup> Erläuterungen zur RV ÜbG 1999 (34), in Huber, Übernahmegesetz vor § 12 (131).

<sup>1277</sup> Dregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 96.

<sup>1278</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 399; Dregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 96; Bydlinski/Winner, ÖBA 1998, 913 (918); Jud/Terlitz/Zollner, eolex 2000, 91 (92); Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58; Winner, Zielgesellschaft 219 („bestärkender Beschluss“).

<sup>1279</sup> Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 136.

<sup>1280</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 27.

<sup>1281</sup> Dregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 93: eine Kapitalerhöhung unterhalb 20% des Grundkapitals liegt danach noch im normalen Geschäftsverlauf.

<sup>1282</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 25.

Aktiengesellschaft durchaus zum normalen Geschäftsverlauf zählen kann, bestehen bei Erwerben unterhalb der Bagatellschwelle<sup>1283</sup> keine Bedenken; nicht mehr zum normalen Geschäftsverlauf gehört der Erwerb größerer Pakete in kurzen Zeiträumen<sup>1284</sup>.

Der Erwerb eigener Aktien ist nur zulässig, wenn die Gesellschaft bereits eine entsprechende Verpflichtung eingegangen ist. Ein bereits veröffentlichtes Rückkaufprogramm darf jedoch nach hM nur fortgesetzt werden, wenn der ausstehende Teil wegen seines Umfangs nicht mehr geeignet ist, ein Übernahmeangebot zu vereiteln<sup>1285</sup>, ansonsten wäre eine neuerliche Befassung der Hauptversammlung notwendig<sup>1286</sup>. Nach einer Gegenansicht ist die Fortführung eines Rückkaufprogramms zulässig, da eine bereits beschlossene Maßnahme nur noch umgesetzt werde<sup>1287</sup>. Die Veräußerung eigener Aktien ist in einer Übernahmesituation ohne Zustimmung durch die Hauptversammlung nur zulässig, wenn die Bagatellschwelle nicht überschritten wird<sup>1288</sup>.

Auch die Veräußerung bedeutender Vermögensgegenstände bedarf der Zustimmung durch die Hauptversammlung, wobei die Geeignetheit zur Vereitelung einer Übernahme von den Umständen des Einzelfalls abhängt<sup>1289</sup>. Dabei kommt es nicht nur auf den Wert des jeweiligen Vermögensgegenstands für die Zielgesellschaft, sondern in erster Linie auf die Bedeutung für den Bieter an, was sich in der Regel anhand der Angebotsunterlage feststellen läßt. Handelt es sich aber um eine Holdinggesellschaft oder Immobilienhandelsgesellschaft, so kann die Veräußerung von Beteiligungen oder Grundstücken auch in einer Übernahmesituation zulässig sein, wenn diese Aktivitäten zum normalen Geschäftsverlauf gehören<sup>1290</sup>.

Nach Vorliegen eines Übernahmeangebots kann der Vorstand die Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien nur verweigern, wenn keine Satzungsregelung nach § 27a ÜbG getroffen wurde. Voraussetzung ist aber, dass von einem statuarisch festgelegten Verweigerungsgrund Gebrauch gemacht wird. Ansonsten rechtfertigen nur wichtige Gründe, über die eine Ermessensentscheidung zu treffen ist, die Zustimmungsverweigerung. Ein

---

<sup>1283</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 29.

<sup>1284</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 36.

<sup>1285</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58.

<sup>1286</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58 mit Hinweis auf das aktienrechtliche Neutralitätsgebot; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 71 Rz 399.

<sup>1287</sup> Jud/Terlitz/Zollner, eolex 2000, 91 (95); Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 37.

<sup>1288</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 31.

<sup>1289</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 33.

<sup>1290</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 36.

vorliegendes Übernahmeangebot ist nicht per se ein wichtiger Grund<sup>1291</sup>. Ist aber eine Schädigung der Gesellschaft, der übrigen Aktionäre und der Gläubiger zu befürchten, so kommt durchaus die Verweigerung der Zustimmung in Betracht<sup>1292</sup>. Von dieser Ausnahme abgesehen sollte eine Verweigerung der Zustimmung zur Aktienübertragung nur mit Zustimmung der Hauptversammlung möglich sein, da sonst der übernahmerechtliche Schutz der Aktionäre ausgehebelt würde.

Um gravierende Schäden von der Zielgesellschaft oder den Aktionären abzuwenden, kann sich in Extremfällen - mit aller Vorsicht<sup>1293</sup> - ein Recht des Vorstands ergeben, Abwehrmaßnahmen auch ohne Zustimmung der Hauptversammlung zu ergreifen.

#### **9.4            *Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG***

In Deutschland gilt das strikte „Europäische“ Verhinderungsverbot nur aufgrund eines ausdrücklichen Satzungsbeschlusses nach § 33a WpÜG. Aber selbst diese Vorschrift geht insoweit über § 12 ÜbG hinaus, als alltägliche Geschäfte vom Verhinderungsverbot gänzlich ausgenommen werden (§ 33a Abs 2 S 2 Z 2 WpÜG)<sup>1294</sup>. Diese generelle Ausnahme vom „Europäischen“ Verhinderungsverbot wird unter Bezugnahme auf Erwägungsgrund 16 der EU-Übernehmerichtlinie für europarechtlich unbedenklich gehalten<sup>1295</sup>, zumal ansonsten die Handlungsfähigkeit der Zielgesellschaft unangemessen beeinträchtigt würde<sup>1296</sup>. Allerdings hat von der Möglichkeit des „europäischen“ Verhinderungsverbots nach § 33a WpÜG - wie von der Literatur prognostiziert<sup>1297</sup> - bisher keine börsennotierte deutsche Aktiengesellschaft Gebrauch gemacht.

Nach § 33 WpÜG<sup>1298</sup> ist das Verhinderungsverbot - auch für die Organe verbundener Unternehmen<sup>1299</sup> - beachtlich mit der „Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots“<sup>1300</sup>. Da der Vorstand aber nur Pflichten erfüllen kann, die er auch kennt, muss er -

---

<sup>1291</sup> Hlawati/Birkner/Graf, *ecolex* 2000, 84 (89).

<sup>1292</sup> *Fragner/Tichy*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 158.

<sup>1293</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 78

<sup>1294</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 11: im Umkehrschluss.

<sup>1295</sup> *Hopt/Mülbert/Kumpan*, Reformbedarf im Übernahmerecht, AG 2005, 109 (112); aA *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 (311).

<sup>1296</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33a Rz 11.

<sup>1297</sup> *Meyer*, Änderungen im WpÜG durch die Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie, WM 2006, 1135 (1144); *Mülbert*, Umsetzungsfragen der Übernehmerichtlinie – erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG, NZG 2004, 633 (634).

<sup>1298</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 8: „deutsches übernahmerechtliches Verhinderungsverbot“.

<sup>1299</sup> *Hirte*, ZGR 2002, 623 (630).

<sup>1300</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 37; *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 10.

gleich auf welchem Weg - von der Entscheidung Kenntnis erlangt haben<sup>1301</sup>. Hat aber der Vorstand bereits vor Veröffentlichung Kenntnis von der Absicht des Bieters zur Abgabe eines Angebots erlangt, soll das Verhinderungsverbot nicht greifen, da einer derartigen Vorverlagerung sowohl der Wortlaut des § 33 WpÜG entgegensteht als auch Gründe der Rechtssicherheit<sup>1302</sup>. Keinesfalls ausreichend ist, dass nur Gerüchte über eine Übernahmeabsicht kursieren<sup>1303</sup>.

In der deutschen Literatur ist streitig, ob das Verhinderungsverbot auch auf solche Angebote, die nicht auf eine Übernahme der Gesellschaft, sondern nur auf ihre Vorbereitung gerichtet sind (einfache Erwerbsangebote im Sinne von § 10 WpÜG) anzuwenden ist. Dies wird teilweise bejaht<sup>1304</sup> mit der Begründung, dass der Begriff „Übernahmeangebote“ zwar in § 33 Abs 2 S 1 WpÜG, nicht aber § 33 Abs 1 WpÜG enthalten sei<sup>1305</sup>. Überwiegend wird jedoch angenommen, dass das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot nicht auf einfache Erwerbsangebote anzuwenden ist<sup>1306</sup>. Dafür spricht, dass das einfache Erwerbsangebot gerade nicht auf die Übernahme gerichtet ist und § 33 WpÜG in Abschnitt 4 (Übernahmeangebote) des Gesetzes angesiedelt ist. Danach wären Abwehrmaßnahmen gegen einfache Erwerbsangebote lediglich an den aktienrechtlichen Regelungen zu messen<sup>1307</sup>.

Nach § 33 WpÜG sind grundsätzlich alle Handlungen untersagt, die objektiv-abstrakt geeignet sind, den Erfolg eines Angebots zu vereiteln<sup>1308</sup>. Dabei kommt es weder auf eine Verhinderungsabsicht an<sup>1309</sup> noch muss die Abwehrmaßnahme auf den Bieter abschreckend wirken; auch heimliche Maßnahmen wie die Substanzaushöhlung der Zielgesellschaft durch „Beiseiteschaffen wichtiger Vermögensgegenstände“<sup>1310</sup> sind unzulässig. Die Abwehrmaßnahme muss nicht den rechtlichen Erfolg eines bindenden Angebots verhindern;

---

<sup>1301</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 34; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 63; aA *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 37; *Grunewald* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 17: es kommt nicht auf die Kenntnis sondern das Verschulden an.

<sup>1302</sup> *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 65.

<sup>1303</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 10; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 37; *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 71.

<sup>1304</sup> *Hirte*, ZGR 2002, 623 (626); *Grunewald* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 15.

<sup>1305</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 31.

<sup>1306</sup> *Ekkenga* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 19; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 33; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 8.

<sup>1307</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 78; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 33.

<sup>1308</sup> BegrRegE BT-Dr 14/7034 57 = ZIP 2001, 1262, 1286.

<sup>1309</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 42; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 55; *Mühle*, WpÜG 285; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (3).

<sup>1310</sup> *Ekkenga/Hofschroer*, DStR 2002, 724 (732).

es genügt, dass die Maßnahme geeignet ist, den wirtschaftlichen Erfolg infrage zu stellen<sup>1311</sup>. Eine gegen das Verhinderungsverbot verstoßende Maßnahme des Vorstands ist im Außenverhältnis wirksam, es sei denn, dass der Vorstand der Zielgesellschaft und ein Dritter kollusiv zusammenwirken, um die Gesellschaft und ihre Aktionäre zu schädigen; dann kann eine Nichtigkeit der getroffenen Maßnahme in Betracht kommen<sup>1312</sup>. Um ein Handeln aus eigennützigen Motiven zu verhindern, ist die Annahme oder Gewährung von ungerechtfertigten Vorteilen für den Vorstand der Zielgesellschaft verboten (§ 33d WpÜG)<sup>1313</sup>.

Inhaltlich wird das Verhinderungsverbot - wie ausdrücklich nach österreichischem Recht - durch ein Objektivitätsgebot ergänzt. Dies ergibt sich aus § 3 Abs 2 WpÜG und § 93 Abs 1 dAktG<sup>1314</sup>. Auch das deutsche Übernahmerecht folgt somit dem Grundsatz, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft in Kenntnis der Sachlage selbst über ein Übernahmeangebot entscheiden sollen<sup>1315</sup>; die Aktionäre sollen in ihrer Eigenschaft als Kapitalmarktteilnehmer geschützt werden<sup>1316</sup>.

#### **9.4.1 Die Ausnahmen vom Verhinderungsverbot**

Vom Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG sind Handlungen ausgenommen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft vorgenommen hätte oder denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat. Die Ausnahmen unterliegen keinem Rangverhältnis, sie stehen gleichrangig nebeneinander<sup>1317</sup>. Die Beweislast für das Vorliegen einer Ausnahme liegt beim Vorstand<sup>1318</sup>.

##### **9.4.1.1 Handlungen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters**

Nach § 33 Abs 1 S 2 WpÜG sind solche Handlungen vom Verhinderungsverbot ausgenommen, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft tatsächlich auch getroffen hätte, was nach hM dahingehend zu interpretieren ist, ob dieser Geschäftsleiter diese Handlung hätte vornehmen

---

<sup>1311</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 10; Ekkenga/Hofschoer, DStR 2002, 724 (731).

<sup>1312</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 234; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 81; Noack in Schwark, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 37.

<sup>1313</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 48.

<sup>1314</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 3 Rz 10.

<sup>1315</sup> hM: Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 26.

<sup>1316</sup> Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 11; Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 8.

<sup>1317</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 65.

<sup>1318</sup> Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 57.

dürfen<sup>1319</sup>. Durch einen „Drittvergleich mit einer hypothetischen Gesellschaft gleicher Lage“<sup>1320</sup> soll sichergestellt werden, dass der Vorstand der Zielgesellschaft auch in einer konkreten Übernahmesituation verpflichtet bleibt, die „in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und des Gemeinwohls“ wahrzunehmen<sup>1321</sup>; der Zielgesellschaft wird ein „going concern“ ermöglicht<sup>1322</sup>. Dabei geht es nicht nur um die Fortführung der „laufenden“ Geschäfte<sup>1323</sup>, sondern auch um die weitere Verfolgung einer bereits eingeschlagenen Unternehmensstrategie. Der Vorstand behält somit seinen unternehmerischen Handlungsspielraum<sup>1324</sup>, der durch das laufende Übernahmeverfahren lediglich modifiziert wird<sup>1325</sup>. Da nicht bei jedem Übernahmeverfahren mit einem erfolgreichen Abschluss gerechnet werden kann, muss der Vorstand in der Lage sein, alle Maßnahmen zu treffen, die im Unternehmensinteresse liegen; anderenfalls könnten die Aktionäre gerade durch deren Unterlassen dazu gezwungen werden, das Angebot anzunehmen<sup>1326</sup>. Der Bieter hat keinen Anspruch darauf, die Zielgesellschaft genau in dem Zustand zu übernehmen, in dem sie sich bei Abgabe des Übernahmeangebots befunden hat<sup>1327</sup>. Wurde eine erfolgsverhindernde Handlung erst durch das Übernahmeangebot des Bieters veranlasst, so ist zumindest zweifelhaft, ob der Ausnahmetatbestand „ordentlicher Geschäftsleiter“ erfüllt ist<sup>1328</sup>.

Der Vorstand kann also die Tagesgeschäfte fortführen<sup>1329</sup>, wie wenn ein Übernahmeangebot nicht gestellt worden wäre<sup>1330</sup>. Allerdings ist auch zu prüfen, ob die jeweilige Maßnahme bis zum Ende der Angebotsfrist aufschiebbar ist<sup>1331</sup>. Vertrags- und sonstige Rechtspflichten, die vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots wirksam begründet wurden, sind zu erfüllen<sup>1332</sup>. Der Vorstand kann aber auch neue Verträge in einer

---

<sup>1319</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 69; Winter/Harbarth, ZIP 2002 1 (6); Hirte, ZGR 2002, 623 (634); Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (732).

<sup>1320</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 67.

<sup>1321</sup> wie noch in § 33 Abs 3 Z 4 RefEntw enthalten; siehe BegrRegEntw zu § 33 BT-Dr 14/7034 58.

<sup>1322</sup> Ekkenga, FS Kümpel (2003) 95 (100); Schneider, AG 2002, 125 (128): „business as usual“.

<sup>1323</sup> Die Beschränkung auf den alltäglichen Geschäftsverkehr im Referentenentwurf wurde gestrichen: Drygala, Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, ZIP 2001, 1861 (1866); Bayer, ZGR 2002, 588 (609).

<sup>1324</sup> BegrRegE zu § 33 BT-Dr 14/7034 58; zuvor bereits Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1391); Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (274).

<sup>1325</sup> Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1391); Maier-Reimer ZHR 165 (2001) 258 (266); Mülbart, IStR 1999, 83 (91).

<sup>1326</sup> Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (266).

<sup>1327</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 68; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 66.

<sup>1328</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 69.

<sup>1329</sup> BegrRegE zu § 33 BT-Dr 14/7034 58.

<sup>1330</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 68, der auf den Zeitpunkt „völliger Ahnungslosigkeit“ abstellt.

<sup>1331</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 45.

<sup>1332</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 46; Maier-Reimer ZHR 165 (2001) 258 (274); Hopt, ZHR 166 (2002) 382 (426).

Übernahmesituation schließen, wenn dies zur Fortführung des Geschäftsbetriebs erforderlich ist<sup>1333</sup>. Ebenso sind Handlungen zulässig, die vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes durch den Bieter bereits eingeleitet wurden oder denen der Aufsichtsrat bereits zugestimmt hat<sup>1334</sup>. Selbstverständlich ist daher eine wertsteigernde Maßnahme zulässig, die sich im Kurswert der Aktie niederschlägt und so die Attraktivität eines Übernahmeangebots verringert.

Der Vorstand kann andererseits eine bereits eingeschlagene Unternehmensstrategie weiterverfolgen<sup>1335</sup> und dabei auch außergewöhnliche Geschäfte abschließen, sofern sie sich in die Unternehmensstrategie einfügen<sup>1336</sup>. Wie weit eine eingeschlagene Unternehmensstrategie bereits konkretisiert sein muss, wird in der Literatur unterschiedlich beurteilt. Teilweise wird darauf abgehoben, dass sich diese zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots bereits ausreichend verfestigt hat, inhaltlich weitgehend ausgereift und publiziert ist<sup>1337</sup> oder zumindest unternehmensintern dokumentiert wurde<sup>1338</sup>. Für eine solche Einschränkung spricht, dass sich andernfalls nahezu jede Maßnahme des Vorstands rechtfertigen ließe<sup>1339</sup>. Da sich hieraus für den Vorstand erhebliche Rechtsunsicherheiten<sup>1340</sup> ergeben, soll nach anderer Auffassung die vorherige Dokumentation der Planungen nicht zwingend erforderlich sein<sup>1341</sup>, zumal in einer Übernahmesituation nicht vorhersehbare Entwicklungen eintreten können. Um Zweifel auszuschließen, sollte die Strategie in öffentlich zugänglichen Unterlagen (Geschäftsberichten etc) dokumentiert werden<sup>1342</sup>, auch wenn hierfür keine konkrete gesetzliche Grundlage besteht<sup>1343</sup>; ein abstrakter Plan ist nicht ausreichend<sup>1344</sup>. Die interne Dokumentation - die nicht

---

<sup>1333</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 45.

<sup>1334</sup> Hopt ZHR 166 (2002) 382 (426); tendenziell strenger Fleischer/Kalss, WpÜG 127 („könnte man vielleicht sogar schon erste Schritte zur Implementierung verlangen“).

<sup>1335</sup> BegrRegE zu § 33 BT-Dr 14/7034 58.

<sup>1336</sup> Drygala, ZIP 2001, 1861 (1866); Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (6); Thoma, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick, NZG 2002, 105 (110); Krause, NJW 2002, 705 (712); Tröger, Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (II) Übernahmeangebote, Pflichtangebot, Squeeze Out, DZWIR 2002, 397 (402); Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 45; Schneider, AG 2002, 125 (128); Fleischer/Kalss, WpÜG 126; Hopt, ZHR 166 (2002) 383 (426); Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 44.

<sup>1337</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 135; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (7); Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 20: in öffentlich zugänglichen Dokumente wie zB Geschäftsbericht; Fleischer/Kalss, WpÜG 127.

<sup>1338</sup> Hopt, ZHR 166 (2002) 383 (426); aA Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG, § 33 Rz 53: vorherige Dokumentation wird vom Gesetz nicht gefordert.

<sup>1339</sup> Drygala, ZIP 2001, 1861 (1866).

<sup>1340</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 20.

<sup>1341</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 70; Bayer, ZGR 2002, 588 (616).

<sup>1342</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (7); Hopt, ZHR 166 (2002) 383 (426): „in der Regel“.

<sup>1343</sup> Hirte, ZHR 2002, 623 (636) Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 53.

<sup>1344</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (7); Hopt, ZHR 166 (2002) 383 (426); Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup>

gänzlich konturenlos sein darf - sollte belegen, dass die Maßnahme schon vor Bekanntwerden des Übernahmeangebots so geplant war<sup>1345</sup>. Nur dann lässt sich der Verdacht einer unzulässigen Maßnahme entkräften<sup>1346</sup>. Hierfür können auch öffentliche Erklärungen ausreichen, „sofern sie den Schluss auf eine verdichtete Unternehmensstrategie zulassen“<sup>1347</sup>. Problematisch an dieser Regelung bleibt jedoch, dass die Frage, ob es sich um eine zulässige Maßnahme handelt, von der Unternehmensstrategie abhängt, die der Vorstand eigenständig - auch mit Zustimmung des Aufsichtsrates - festgelegt hat<sup>1348</sup>.

Die Unternehmensstrategie kann aufgrund eines Übernahmeangebots nicht beliebig gewechselt werden, da ansonsten das Verhinderungsverbot ausgehöhlt würde<sup>1349</sup>. Ein Wechsel der Strategie ist grundsätzlich nur mit Zustimmung des Aufsichtsrates möglich<sup>1350</sup>. Schon deshalb kann nicht der Auffassung gefolgt werden, dass der Vorstand wegen dieser weitreichenden Ausnahmeregelung alles dürfe, wozu er auch außerhalb einer Übernahmesituation berechtigt sei, und lediglich „an die allgemeinen, für die Unternehmensführung geltenden rechtlichen Regeln gebunden“ sei<sup>1351</sup>. Dann wäre auch die Ausnahmeregelung „Zustimmung durch den Aufsichtsrat“ (§ 33 Abs 1 S 2 WpÜG) überflüssig<sup>1352</sup>.

#### 9.4.1.2 Handlungen mit Zustimmung des Aufsichtsrates

Mit Zustimmung des Aufsichtsrats kann der Vorstand aus Anlass des Übernahmeangebots innerhalb seiner Geschäftsführungskompetenz Maßnahmen zur Übernahmeabwehr ergreifen<sup>1353</sup>. Diese Ausnahme, die auf eine Initiative des Finanzausschusses des Bundestags zurückgeht<sup>1354</sup>, kann den Handlungsspielraum des Vorstands zur Übernahmeabwehr

---

§ 33 Rz 70; *Grunewald in Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 54; strenger wohl noch *Ekkenga in Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 46: der Vorstand muss darlegen und beweisen, dass die Maßnahme auf Planungen vor Beginn der Übernahmesituation zurückgeht.

<sup>1345</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 69.

<sup>1346</sup> *Ekkenga/Hofschröer*, DStR 2002, 724 (733); *Hirte*, ZGR 2002, 623 (636).

<sup>1347</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 136.

<sup>1348</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 20.

<sup>1349</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (7); *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 22; *Fleischer/Kalss*, WpÜG 126.

<sup>1350</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 135; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (8).

<sup>1351</sup> *Drygala*, ZIP 2001, 1861 (1865); *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (6); *Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 146.

<sup>1352</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 23; *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 138; *Ekkenga/Hofschröer*, DStR 2002, 724 (732).

<sup>1353</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 84; *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 26;

*Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 161; *Schwennicke in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 50.

<sup>1354</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Dr 14/7477 53.

grundsätzlich erweitern<sup>1355</sup>; so kann der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates auch solche Abwehrmaßnahmen ergreifen, mit denen nicht eine bereits eingeschlagene Unternehmensstrategie weiterverfolgt wird<sup>1356</sup>.

Die Zustimmung des Aufsichtsrates muss zeitlich vor der beabsichtigten Maßnahme liegen, die zudem konkret zu beschreiben ist<sup>1357</sup>. Die Erteilung der Zustimmung kann auch an einen Ausschuss delegiert werden<sup>1358</sup>. Da die Regelung einem Zustimmungsvorbehalt nach § 111 Abs 4 S 2 dAktG vergleichbar ist, ist eine pauschal erteilte generelle (Vorab-)Zustimmung zur Vornahme von abwehrgeeigneten Handlungen nicht möglich<sup>1359</sup>. Die Zustimmung zu jeder einzelnen Maßnahme ist allerdings nicht erforderlich<sup>1360</sup>, wenn der Aufsichtsrat den Handlungsspielraum des Vorstands durch Vorgaben oder Bedingungen in geeigneter Weise eingrenzen kann<sup>1361</sup>. Die Zustimmung des Aufsichtsrates für irreversible Abwehrmaßnahmen sollte erst nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage eingeholt werden, zumindest sollten die wesentlichen Konditionen des Angebots bekannt sein, damit der Aufsichtsrat eine sachgerechte Entscheidung treffen kann<sup>1362</sup>.

Der Aufsichtsrat erteilt oder versagt die Zustimmung gemäß § 33 Abs 1 S 2 WpÜG nach eigenem unternehmerischem Ermessen<sup>1363</sup>. Der Aufsichtsrat ist - genauso wie der Vorstand - an das Unternehmensinteresse gebunden und hat dabei auch das Interesse der Aktionäre an einer ungehinderten Veräußerung ihrer Aktien zu berücksichtigen<sup>1364</sup>. Diese Bindung führt im Ergebnis dazu, dass sich der Handlungsspielraum für den Vorstand auch bei Rückgriff auf den Ausnahmetatbestand „Zustimmung durch den Aufsichtsrat“ nicht wesentlich erweitert<sup>1365</sup>. Hinzu kommt, dass das Entscheidungsermessen wegen eines möglichen Interessenkonflikts insoweit eingeschränkt wird, als die Abwehrmaßnahmen durch eindeutig

---

<sup>1355</sup> Krause, NJW 2002, 705 (712); Hopt, ZHR 166 (2002), 427; Thoma, NZG 2002, 105 (110).

<sup>1356</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 161; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (8); Schneider, AG 2002, 125 (129).

<sup>1357</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 172; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (8); aA Hirte, ZGR 2002, 623 (644); Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 86: Zustimmung durch Einwilligung und Genehmigung möglich.

<sup>1358</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 87: zweckmäßig ist die präventive Einrichtung eines „Verteidigungsausschusses“.

<sup>1359</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 26; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (8).

<sup>1360</sup> Schneider, AG 2002, 125 (129).

<sup>1361</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 86.

<sup>1362</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 30; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 179; differenzierend: Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (14).

<sup>1363</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 84.

<sup>1364</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 177; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 95; Hirte, ZGR 2002, 623 (642); Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 84; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (11).

<sup>1365</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 85.

gewichtige Interessen begründbar<sup>1366</sup> und durch ein „qualifiziertes Unternehmensinteresse“<sup>1367</sup> gerechtfertigt sein müssen<sup>1368</sup>. An die Begründung einer Maßnahme sind umso höhere Anforderungen zu stellen, je stärker die Interessen der Aktionäre dadurch beeinträchtigt werden<sup>1369</sup>. In einer Übernahmesituation ist der Maßstab „Unternehmensinteresse“ im Sinne gleichrangiger pluraler Interessen bei praktischer Konkordanz wegen begrifflicher Unbestimmtheit nicht ausreichend, da dadurch faktisch schwer zu kontrollierende „Definitionsspielräume des Vorstands“ geschaffen werden<sup>1370</sup>. Da in einer Übernahmesituation häufig - und nicht nur wenn es um die Ablösung eines ineffizienten Managements geht - persönliche Interessen des Vorstands betroffen sind, können Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrates nur ergriffen werden, wenn die übrigen Interessen eindeutig das Interesse der Aktionäre überwiegen.

Aus dem Gewichtungsvorsprung der Aktionärsinteressen folgt aber auch, dass Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrates jedenfalls dann ergriffen werden können, wenn diese auch auf der Grundlage des früher vertretenen Neutralitätsgebots zulässig gewesen wären<sup>1371</sup>, also etwa wenn der Bieter nach der Übernahme eine dauerhaft rechtswidrige Betätigung der Gesellschaft plant. Ob eine Übernahmeabwehr mit Zustimmung des Aufsichtsrates auch zulässig ist, wenn sich der Anteilsverkauf durch den Bieter negativ auf die Vermögens- und Ertragslage der Zielgesellschaft auswirkt, ist hingegen fraglich, da es sich nur um eine Prognose des Vorstands der Zielgesellschaft handeln kann und dabei eigennützige Motive nicht ausgeschlossen sind. Als vorsichtiger Kaufmann sollte der Vorstand vorsorglich die Zustimmung der Hauptversammlung einholen<sup>1372</sup>.

#### **9.4.1.3 Verfassungswidrigkeit der Ausnahmetatbestände?**

Die in der Literatur herausgearbeiteten Ausnahmen haben im Einzelnen vielfältig Kritik erfahren<sup>1373</sup>. In der wissenschaftlichen Auseinandersetzung werden zunehmend Stimmen laut,

---

<sup>1366</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger* WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rn 22; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 69 (83); *Hirte*, ZGR 2002, 623 (642); *Schaefer/Eichner*, Abwehrmöglichkeiten des Vorstands von börsennotierten Aktiengesellschaften bei feindlichen Übernahmeversuchen – ein Rechtsvergleich zwischen Deutschland und den USA, NZG 2003, 150 (154); *Hopt*, ZHR 166 (2002) 382 (428).

<sup>1367</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (10).

<sup>1368</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (10); zustimmend: *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 93; aA *Schneider*, AG 2002, 125 (129).

<sup>1369</sup> *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 162.

<sup>1370</sup> *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 120.

<sup>1371</sup> *Krause/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 52; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 31.

<sup>1372</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 31.

<sup>1373</sup> *van Aubel*, Vorstandspflichten 43; *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 (247); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (550); *Michalski*, AG 1997, 152 (155); *Mülbart*, IStR 1999, 83 (89 FN 67).

die Zweifel an der Vereinbarkeit der Ausnahmetatbestände mit Art 14 GG äußern<sup>1374</sup>. Gerade bei paritätisch mitbestimmten Aufsichtsräten werde in die Möglichkeit der Aktionäre, die Anteile bestmöglich zu veräußern, erheblich eingegriffen<sup>1375</sup>. Die hM tritt dem entgegen mit dem Hinweis auf die Berücksichtigung der Aktionärsinteressen bei der erforderlichen Bestimmung des Unternehmensinteresses<sup>1376</sup>; verfassungsrechtliche Bedenken ließen sich zudem durch eine restriktive Auslegung der Ausnahmetatbestände weitgehend zerstreuen<sup>1377</sup>. Dennoch geben auch die verfassungsrechtlichen Bedenken einem vorsichtigen Vorstand weiteren Anlass, vor der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen die Hauptversammlung einzuberufen<sup>1378</sup>.

## 9.4.2 Konkurrierende Ausnahmetatbestände

Höchst umstritten ist, ob der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates von allgemeinen Ermächtigungen der Hauptversammlung (genehmigtes Kapital nach § 202 dAktG, Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs 1 Z 8 dAktG oder zur Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen nach § 221 Abs 2 dAktG) Gebrauch machen kann oder ob es hierfür eines Vorratsbeschlusses der Hauptversammlung nach § 33 Abs 2 WpÜG bedarf<sup>1379</sup>. Die Frage ist von besonderer Bedeutung, da sich diese Maßnahmen wirkungsvoll zur Abwehr eines unerwünschten Übernahmeangebots eignen<sup>1380</sup>.

### 9.4.2.1 Uneingeschränkte Nutzung allgemeiner Ermächtigungen

Teilweise wird die Auffassung vertreten, dass § 33 Abs 2 WpÜG nicht in die Befugnis des Vorstands eingreift, Ermächtigungen nach anderen Rechtsvorschriften auszunutzen<sup>1381</sup>, die

---

<sup>1374</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (8); Ekkenga/Hofschroer, DSStR 2002, 724 (734); Zschocke, Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, DB 2002, 79 (82).

<sup>1375</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 38.

<sup>1376</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 32.

<sup>1377</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 13; Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 68; Schneider, AG 2002, 125 (129); Hirte, ZGR 2002, 623 (643).

<sup>1378</sup> Kort, FS Lutter (2000) 1421 (1436); Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (10).

<sup>1379</sup> Zustimmung des Aufsichtsrates ausreichend: Bürgers/Holzborn, ZIP 2003, 2273 (2276); Krause, Die Abwehr feindlicher Übernahmeangebote auf der Grundlage von Ermächtigungsbeschlüssen der Hauptversammlung, BB 2002, 1053; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (9); Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 51; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 140; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 15h; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 67; Vorratsbeschluss erforderlich: Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 148; Bayer, ZGR 2002, 588 (612); Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1391); Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 40.

<sup>1380</sup> Krause, BB 2002, 1053 (1057): „klassische“ Abwehrmaßnahme; Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 98; Krause, NZG 2000, 905 (912); Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (268).

<sup>1381</sup> Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 51; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 140; Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 144.

Zustimmung des Aufsichtsrates nach § 33 Abs 1 S 2 WpÜG sei hierfür ausreichend<sup>1382</sup>. Hierfür spreche die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, die ausdrücklich auf die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals nach § 202 dAktG und den Rückkauf von Aktien nach § 71 Abs 1 Z 8 dAktG Bezug nimmt und dabei betont, dass „die Möglichkeit zur Ermächtigung von Abwehrmaßnahmen durch die Hauptversammlung nach Absatz 2 das Recht des Vorstands zur Durchführung von Maßnahmen im Rahmen von § 33 Abs 1 S 2 nicht ein(schränke)“<sup>1383</sup>. Im Übrigen fände sich im Gesetz keine Stütze dafür, dass allgemeine Ermächtigungen in einer Übernahmesituation auch den Anforderungen des § 33 Abs 2 WpÜG entsprechen müssten<sup>1384</sup>, § 33 Abs 2 WpÜG sei keine *lex specialis* zu § 33 Abs 1 WpÜG und auch die teleologische Auslegung begründe keinen Vorrang für § 33 Abs 2 WpÜG<sup>1385</sup>.

Nach dieser Auffassung können auch abstrakte Beschlüsse der Hauptversammlung, die zu einem Zeitpunkt getroffen wurden, als eine feindliche Übernahme noch nicht absehbar war, vom Vorstand als erfolgsverhindernde Abwehrmaßnahme eingesetzt werden, sofern der Aufsichtsrat dem nach § 33 Abs 1 S 2 WpÜG zustimmt<sup>1386</sup>. Im Ergebnis kann danach der Vorstand auswählen, ob er die Hauptversammlung oder den Aufsichtsrat um Zustimmung bittet<sup>1387</sup>. Vorratsbeschlüsse seien nur bei solchen Maßnahmen erforderlich, „zu deren Durchführung der Vorstand nur (oder auch) für den Fall eines konkreten Übernahmeangebots ermächtigt werden soll“ und bei denen zweifelhaft sei, ob sie im Unternehmensinteresse liegen<sup>1388</sup>.

#### 9.4.2.2 „Sperrwirkung“ des § 33 Abs 2 WpÜG

Nach der Gegenansicht legt schon der Wortlaut von § 33 Abs 2 WpÜG im Umkehrschluss nahe, dass allgemeine Ermächtigungen nur dann als Abwehrinstrument eingesetzt werden können, wenn auch für diese eine entsprechende Zweckbindung durch die Hauptversammlung erfolgte<sup>1389</sup>. § 33 Abs 2 WpÜG entfalte insoweit eine „Sperrwirkung“<sup>1390</sup>, so dass eine

---

<sup>1382</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (9); Krause, BB 2002, 1053 (1055); Thoma, NZG 2002, 105 (110); Zschocke, DB 2002, 79 (83); Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 67; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 138; Bürgers/Holzborn, ZIP 2003, 2273 (2276).

<sup>1383</sup> Begr Beschluss Finanzausschuss BT-Dr 14/7477 69.

<sup>1384</sup> Bürgers/Holzborn, ZIP 2003, 2273 (2276).

<sup>1385</sup> Krause, BB 2002, 1053 (1054).

<sup>1386</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 140.

<sup>1387</sup> Tröger, DZWIR 2002, 397 (404).

<sup>1388</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 75.

<sup>1389</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (613); Dregger/Winner, WM 2002, 1583 (1592); Hirte, ZGR 2002, 623 (641); Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 57; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 40; Thaeter, NZG 2001, 789 (790); Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 148.

<sup>1390</sup> Hirte, ZGR 2002, 623 (648); Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 92.

allgemeine Ermächtigung auch nicht bei Zustimmung des Aufsichtsrates zur Übernahmeabwehr ausgenutzt werden könne. Könnte der Vorstand von einer allgemeinen Ermächtigung mit bloßer Zustimmung des Aufsichtsrates Gebrauch machen, so verbliebe für § 33 Abs 2 WpÜG kein eigener Anwendungsbereich<sup>1391</sup>. Ferner wird darauf verwiesen, dass § 33 Abs 2 WpÜG strenge Anforderungen stellt, weil die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre in der Übernahme-situation eingeschränkt wird<sup>1392</sup>. Deshalb müsse zur Übernahmeabwehr selbst dann ein Vorratsbeschluss vorliegen<sup>1393</sup>, wenn die Hauptversammlung zB den Ermächtigungsbeschluss nach § 71 Abs 1 Z 8 S 1 dAktG mit dem Verwendungszweck „Abwehr einer feindlichen Übernahme“ belegt hat<sup>1394</sup>, da nur durch die kurze 18-monatige Laufzeit die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre gewahrt bleibe.

#### **9.4.2.3 Anwendungsüberschneidung**

Gegen diese strikte „Sperrwirkung“ wird nach differenzierter Auffassung eingewandt, dass es auch ohne Bindung an einen Vorratsbeschluss in einer konkreten Übernahme-situation möglich sein müsse, eine allgemeine Ermächtigung bestimmungsgemäß auszunutzen, also etwa ein genehmigtes Kapital für einen Unternehmenserwerb, auch wenn sich daraus die Konsequenz ergäbe, dass eine Übernahme vereitelt wird<sup>1395</sup>. Dies müsse zumindest dann gelten, wenn die Abwehr eines Übernahmeversuchs in der allgemeinen Ermächtigung abstrakt enthalten sei<sup>1396</sup>. Die Hauptversammlung kann aber auch bei einer allgemeinen Ermächtigung dem Vorstand die Nutzung zur Übernahmeabwehr ausdrücklich untersagen<sup>1397</sup>.

#### **9.4.2.4 Abwägung**

Der deutsche Gesetzgeber wollte die Kompetenzen des Vorstandes durch Vorratsbeschlüsse erweitern und nicht einschränken<sup>1398</sup>, um die Gesellschaften im europäischen und internationalen Vergleich mit adäquaten Verteidigungsinstrumenten auszustatten<sup>1399</sup>. Dies spricht für die Möglichkeit, allgemeine Ermächtigungen in einer Übernahme-situation zu Abwehrrzwecken mit Zustimmung des Aufsichtsrates auszunutzen.

---

<sup>1391</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (614).

<sup>1392</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 148.

<sup>1393</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 51; Hirte, ZGR 2002, 623 (647).

<sup>1394</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 297.

<sup>1395</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (614).

<sup>1396</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 52.

<sup>1397</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 88.

<sup>1398</sup> Bürgers/Holzborn, ZIP2003, 2273 (2276).

<sup>1399</sup> Begr Beschluss Finanzausschuss BT-Dr 14/7477 50.

Allerdings darf die Gesetzesbegründung durch den Finanzausschuss nicht überbewertet werden<sup>1400</sup>, denn Vorratsbeschlüsse erweitern schon dadurch den Handlungsspielraum des Vorstands, dass eine Zustimmung der Hauptversammlung eingeholt werden kann, wenn ein konkretes Übernahmeangebot noch gar nicht vorliegt. Wären allgemeine Ermächtigungen mit Zustimmung des Aufsichtsrates weiterhin uneingeschränkt nutzbar, so wäre § 33 Abs 2 WpÜG völlig überflüssig, da ein Vorratsbeschluss ebenfalls der Zustimmung des Aufsichtsrates bedarf; schon aus systematischen Erwägungen kann die bloße Zustimmung des Aufsichtsrates daher nicht ausreichen<sup>1401</sup>. Nicht überzeugend ist die rechtspolitische Argumentation, dass Vorratsbeschlüsse wegen des Widerstands von institutionellen Anlegern in der Praxis nur eine geringe Bedeutung erlangen würden<sup>1402</sup> und es schon deshalb notwendig sei, dass von allgemeinen Ermächtigungen mit Zustimmung des Aufsichtsrates Gebrauch gemacht werden kann<sup>1403</sup>.

Von wesentlicher Bedeutung ist aber, dass die Aktionäre mit einem Beschluss nach § 33 Abs 2 WpÜG den Vorstand im Vorhinein ermächtigen, die möglicherweise finanziell vorteilhafte Verwertung ihrer Anteile zu verhindern. Dies setzt wegen der Unkenntnis der künftigen Entwicklung Vertrauen in die Unternehmensleitung voraus, das allerdings nur für den überschaubaren Zeitraum von 18 Monaten und aufgrund eines qualifizierten Mehrheitsbeschlusses gegeben wird; bei allgemeinen Ermächtigungen ist hingegen das Verwertungsinteresse der Aktionäre nicht unmittelbar betroffen<sup>1404</sup>. Gegen die uneingeschränkte Nutzung allgemeiner Ermächtigungen spricht auch, dass es dem Vorstand in einer Übernahmesituation nicht überlassen werden kann, ob er einen Beschluss der Hauptversammlung nach § 33 Abs 2 WpÜG oder die Zustimmung des Aufsichtsrates hierfür einholt. Ein solches Wahlrecht ist dem deutschen Gesellschaftsrecht „fremd und kann auch systematisch nicht befriedigen“<sup>1405</sup>, zumal Vorstand und Aufsichtsrat häufig „in einem Boot“ sitzen<sup>1406</sup> und dadurch die Interessen der Aktionäre nicht ausreichend gewahrt würden.

Zu berücksichtigen ist ferner, dass der Ermächtigungsbeschluss nach § 71 Abs 1 Z 8 S 1 dAktG zweckfrei erfolgen kann. Nur durch einen Vorratsbeschluss kann sichergestellt werden, dass der Vorstand in einer Übernahmesituation nicht aus eigennützigen Zwecken

---

<sup>1400</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (613).

<sup>1401</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (613).

<sup>1402</sup> Zschocke, DB 2002, 79 (84); Hopt, ZHR 166 (2002) 382 (423).

<sup>1403</sup> Krause, BB 2002, 1053 (1054).

<sup>1404</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 148.

<sup>1405</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (9).

<sup>1406</sup> Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1382).

handelt; die Hauptversammlung bestätigt dadurch die Abwesenheit eines Interessenkonflikts<sup>1407</sup>. Obwohl die Hauptversammlung beim genehmigten Kapital durchaus eine Zwecksetzung vornehmen kann, ist ein Beschluss nach § 33 Abs 2 WpÜG zur Abwehr einer Übernahme erforderlich, da nur die Hauptversammlung in die Zusammensetzung des Aktionärskreises eingreifen darf; diese Kompetenz wollte der Gesetzgeber durch die Ausnahmetatbestände nicht auf den Vorstand oder Aufsichtsrat übertragen<sup>1408</sup>.

Problematisch erscheint auch die Auffassung von möglichen Anwendungsüberschneidungen. Danach kann der Vorstand zB ein genehmigtes Kapital zur Finanzierung eines Unternehmenskaufs auch in einer konkreten Übernahmesituation mit Zustimmung des Aufsichtsrates nutzen, wenn die Ermächtigung den Unternehmenskauf deckt<sup>1409</sup>, auch wenn - als Nebeneffekt - eine Übernahme vereitelt würde; wird die Ermächtigung aber zur Abwehr einer Übernahme genutzt, so muss ein Vorratsbeschluss gefasst werden. Hiergegen ist vor allem einzuwenden, dass eine „vorausschauende Verwaltung“ in der Lage wäre, den Sachverhalt so zu „konstruieren“, dass es eines Vorratsbeschlusses nicht bedarf<sup>1410</sup>.

Systematisch überzeugend ist daher, den sachlichen Anwendungsbereich des Ausnahmetatbestandes „Zustimmung durch den Aufsichtsrat“ auf Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstands zu beschränken und § 33 Abs 2 WpÜG für Abwehrmaßnahmen im Kompetenzbereich der Hauptversammlung heranzuziehen<sup>1411</sup>. Die bloße Zustimmung des Aufsichtsrates ist nur ausreichend, wenn es sich um Maßnahmen handelt, die nicht derivativ aus Hauptversammlungszuständigkeiten abgeleitet sind, so dass hierfür nur Geschäftsführungsmaßnahmen infrage kommen<sup>1412</sup>. In einer konkreten Übernahmesituation darf daher von einer allgemeinen Ermächtigung, die noch vor Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht erteilt wurde, nur Gebrauch gemacht werden, wenn dies von der Hauptversammlung nochmals genehmigt wird<sup>1413</sup>. § 33 Abs 2 WpÜG überlagert insoweit die gesellschaftsrechtlichen Regelungen mit der Folge, dass die entsprechenden

---

<sup>1407</sup> *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71Rz 297.

<sup>1408</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 202 Rz 75; *ders*, ZGR 2002, 588 (605); aA *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (12).

<sup>1409</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 52; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (6).

<sup>1410</sup> *Bayer*, ZGR 2002, 588 (615).

<sup>1411</sup> *Diregger/Winner*, WM 2002, 1583 (1591); *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (9).

<sup>1412</sup> *Bayer*, ZGR 2002, 588 (614); *Thaeter*, NZG 2001, 789 (790).

<sup>1413</sup> *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 148.

Ermächtigungen auch diesen Vorgaben genügen müssen, wenn diese zur Abwehr einer unerwünschten Übernahme eingesetzt werden sollen<sup>1414</sup>.

Angesichts der unterschiedlichen Literaturmeinungen sollte der Vorstand Wert darauf legen, dass ein Vorratsbeschluss gefasst wird<sup>1415</sup>, wenn eine allgemeine zweckfreie Ermächtigung der Hauptversammlung auch für die Übernahmeabwehr genutzt werden soll.

### **9.4.3 Ausnahmen nach dem LuftNaSiG**

Das Verhinderungsverbot gilt nicht für Luftfahrtunternehmen in der Rechtsform der börsennotierten Aktiengesellschaft mit Sitz Deutschland. Nach dem LuftNaSiG ist das Unternehmen unter bestimmten Voraussetzungen zur Abwehr einer Überfremdung berechtigt, eigene Aktien zu erwerben oder eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts durchzuführen oder ausländische Aktionäre zu verpflichten, die von ihnen gehaltenen Aktien zu veräußern; die §§ 4, 5 LuftNaSiG gehen § 33 WpÜG als *lex specialis* vor<sup>1416</sup>.

### **9.4.4 Pflicht zur Übernahmeabwehr?**

Nach einer verbreiteten Auffassung sind die Ausnahmen in § 33 WpÜG abschließend geregelt, so dass auch zur Gefahrenabwehr keine Maßnahmen des Vorstands ergriffen werden dürfen<sup>1417</sup>. Zum einen wird darauf hingewiesen, dass das Management gar nicht beurteilen könne, ob der Bieter zu einer „Mafia-Organisation“ gehöre oder ob erhebliche Bedenken gegen einen bestimmten Staat gerechtfertigt sind<sup>1418</sup>. Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass der Vorstand aus eigennützigen Gründe Gefahren für die Zielgesellschaft heraufbeschwört<sup>1419</sup>. Deshalb erscheint es sachgerecht, dem Vorstand eine Pflicht zur Abwehr einer Übernahme nur in Ausnahmefällen aufzuerlegen<sup>1420</sup>; aber auch dann erscheint das Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrates nicht entbehrlich<sup>1421</sup>.

Das Verhinderungsverbot soll im Übrigen dann nicht einschlägig sein, wenn der Bieter offensichtlich missbräuchlich die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots veröffentlicht<sup>1422</sup>. Dieser Sachverhalt ist insbesondere dann gegeben, wenn der Bieter die Angebotsunterlage

---

<sup>1414</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 101.

<sup>1415</sup> *Krause*, AG 2002, 133 (137).

<sup>1416</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 73; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 179.

<sup>1417</sup> *Grunewald* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 69; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 23; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 52; *van Aabel*, Vorstandspflichten 42 (158).

<sup>1418</sup> *Daum*, Unkoordinierte Übernahme 147; *Ebenroth/Daum*, DB 1991, 1157 (1160).

<sup>1419</sup> *Baums* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme 165 (177).

<sup>1420</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27.

<sup>1421</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 178.

<sup>1422</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 40.

nicht rechtzeitig zur Prüfung durch die BaFin einreicht oder das Angebot nur zum Schein abgegeben wird, unabhängig davon, ob die BaFin die Angebotsunterlage untersagt hat oder nicht<sup>1423</sup>. Nicht ausreichend für die Annahme eines Rechtsmissbrauchs ist, dass die Pflicht zur Sicherstellung der Finanzierung des Angebots nach § 13 WpÜG nicht rechtzeitig erfüllt wird oder die Gegenleistung nicht den Bestimmungen des § 31 WpÜG entspricht.

## **9.5 Zulässige Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs 1 WpÜG**

Nach der hier vertretenen Auffassung muss für die Nutzung allgemeiner Ermächtigungen der Hauptversammlung in einer konkreten Übernahmesituation ein Vorratsbeschluss nach § 33 Abs 2 WpÜG vorliegen; nach verbreiteter Literaturmeinung soll hierfür die Zustimmung des Aufsichtsrates ausreichen<sup>1424</sup>, was den Handlungsspielraum zur Übernahmeabwehr wesentlich erweitert. Unstreitig kann der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft jedoch abwehrgeeignete Geschäftsführungsmaßnahmen unter Heranziehung der Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 WpÜG ergreifen; auch die Verweigerung der Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien kann zulässig sein.

### **9.5.1 Abwehrgeeignete Geschäftsführungsmaßnahmen**

Die Veräußerung von bedeutenden Vermögensgegenständen und Beteiligungen ist auch in einer Übernahmesituation möglich, wenn dies einer eingeschlagenen Unternehmensstrategie entspricht oder zum Tagesgeschäft zählt (zB bei einer Beteiligungsholding); wird durch derartige Aktivitäten die Zielgesellschaft wertvoller und verringert sich dadurch die Attraktivität des Übernahmeangebots, so ist dies nicht zu beanstanden<sup>1425</sup>. Anderenfalls ist die Veräußerung von Vermögensgegenständen unterhalb der „Holzmüller“-Grenzen mit Zustimmung durch den Aufsichtsrat zulässig<sup>1426</sup>. Ob die Veräußerung von Vermögensgegenständen sinnvoll zur Übernahmeabwehr eingesetzt werden kann, ist abhängig vom strategischen Fusionskonzept des Bieters, das sich erst aus der Angebotsunterlage ergibt<sup>1427</sup>.

---

<sup>1423</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 40; aA Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 70.

<sup>1424</sup> siehe unter Abschnitt 9.4.2.

<sup>1425</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 31.

<sup>1426</sup> Krause, NJW 2002, 705 (712).

<sup>1427</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 42 (61).

Der Erwerb von Unternehmen durch die Zielgesellschaft ist objektiv ver hinderungsgeeignet<sup>1428</sup> - etwa wenn dadurch für den Bieter kartellrechtliche oder aufsichtsrechtliche Probleme geschaffen werden<sup>1429</sup> - und bedarf daher der Zustimmung durch den Aufsichtsrat<sup>1430</sup>; für Beteiligungsholdings käme auch der Ausnahmetatbestand „Fortführung des Tagesgeschäfts“ in Betracht.

Das Eingehen von gegenseitigen oder ringförmigen Beteiligungen nach Vorliegen eines Übernahmeangebots bedarf der Zustimmung durch den Aufsichtsrat<sup>1431</sup>, wenn nicht bereits wegen der besonderen Umstände im Einzelfall ein alltäglicher Geschäftsvorfall gegeben ist (zB bei einer Beteiligungsholding) oder es sich um die Fortführung einer eingeschlagenen Unternehmensstrategie handelt

Ohne Zustimmung durch den Aufsichtsrat wäre auch ein Gegenangebot an die Bietersgesellschaft übernahmerechtlich unzulässig<sup>1432</sup>; die Hauptversammlung wäre involviert, wenn das Gegenangebot über einen Aktientausch und entsprechende Kapitalmaßnahmen finanziert würde<sup>1433</sup>. Das Gegenangebot ist aktienrechtlich nur zulässig, wenn es wirtschaftlich begründet werden kann und im Ergebnis nur geklärt werden soll, wer in dem künftigen Unternehmensverbund das „Sagen“ hat<sup>1434</sup>.

Der Abschluss von Change-of-Control-Klauseln kann im normalen Geschäftsverlauf liegen und ist daher auch noch nach Vorliegen eines Übernahmeangebots zulässig, wenn dies dem berechtigten Schutzinteresse des Vertragspartners vor einem Wechsel des wirtschaftlichen Vertragspartners dient und von diesem üblicherweise verlangt wird<sup>1435</sup>; als zulässig sind Vereinbarungen anzusehen, die auf eine negative Entwicklung des Kredit-Ranking der Gesellschaft abstellen, auch wenn sich dies erst infolge der Übernahme ergibt<sup>1436</sup>. Wird die

---

<sup>1428</sup> *Daum*, Unkoordinierte Übernahme 193; *Grunewald* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 40; *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote 147; *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1389); *Schanz*, NZG 2000, 337 (347).

<sup>1429</sup> *Schneider*, AG 2002, 125 (129).

<sup>1430</sup> *Hauschka/Roth*, AG 1988, 181 (192); *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001) 258 (269); *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen 261.

<sup>1431</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 54.

<sup>1432</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 55; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 59.

<sup>1433</sup> *Trautvetter*, Vorstandspflichten 193.

<sup>1434</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 53; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 64.

<sup>1435</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 72.

<sup>1436</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 104.

Klausel in einer Angebotsphase vereinbart, so liegt die Vermutung nahe, dass eine Abwehrmaßnahme getroffen wurde<sup>1437</sup>.

Der Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs 1 dAktG für den laufenden Handelsbestand ist auch in einer Übernahmesituation zulässig, sofern es sich um eine Maßnahme des Tagesgeschäfts handelt und der Geschäftszweck der Gesellschaft dem nicht entgegensteht<sup>1438</sup>. Zur Abwehr einer Übernahme kann der Erwerb eigener Aktien nicht eingesetzt werden, da nach einer verbreiteten Ansicht in der Literatur eine drohende Übernahme an sich keinen Schaden für die Gesellschaft darstellt<sup>1439</sup>, jedenfalls dann nicht, wenn es sich um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt<sup>1440</sup>. Nach einer differenzierenden Meinung kann ein Schaden angenommen werden, wenn ein Bieter die Gesellschaft zerstören oder schädigen will<sup>1441</sup>; die Gefahr eines Schadens liegt dann nicht in der Übernahme als solcher, sondern in den besonderen Absichten des Übernehmers<sup>1442</sup>. Damit ist der Erwerb eigener Aktien zur Schadenabwehr auf extrem gelagerte Fälle beschränkt<sup>1443</sup>. Im Einzelfall kann die objektive Eignung eines Aktienruckerwerbs zur Abwehr eines Übernahmeangebots fraglich sein, da die Rückkaufmöglichkeit nach § 71 Abs 1 Z 1 dAktG auf 10% des Grundkapitals beschränkt ist (§ 71 Abs 2 S 1 dAktG)<sup>1444</sup>. Liegen jedoch 45% des Grundkapitals bei befreundeten, nicht verkaufswilligen Aktionären, dann kann schon der Rückkauf von 5% der Aktien den Erfolg des Übernahmeangebots vereiteln<sup>1445</sup>.

Einen Sonderfall stellt das „Greenmailing“ dar: hier droht ein Aktionär mit Übernahme oder Verkauf seiner Aktien an einen Übernahminteressenten und bietet der Gesellschaft zugleich den Erwerb der Anteile zu einem über dem Börsenkurs liegenden Preis an<sup>1446</sup>. Ein solcher Erwerb wäre grundsätzlich unzulässig, weil ein Rückkauf oberhalb des aktuellen

---

<sup>1437</sup> *Grunewald in Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 45; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 64.

<sup>1438</sup> *Schwennicke in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 47.

<sup>1439</sup> *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote 132; *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 65 Rz 20; *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 116; *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 381; *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 54; *Hauschka/Roth*, AG 1988, 181 (187); *Hopt*, ZGR 1993, 534; *Klein*, NJW 1997, 2085.

<sup>1440</sup> „keine aner kennenswerte aktuelle Gefahr“: *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 381.

<sup>1441</sup> hM: *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 86; *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 56; *Bayer*, ZGR 2002, 588 (593); *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1393); *Kessler*, AG 1995, 120 (122); *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1428).

<sup>1442</sup> *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 56.

<sup>1443</sup> *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 124; *Bayer*, ZGR 2002, 588 (593); *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1393); etwa für den Fall der Vernichtung der Gesellschaft: *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1428).

<sup>1444</sup> *Kort*, FS Lutter (2000) 1421 (1428); *Schanz*, NZG 2000, 337 (345); *Daum*, Unkoordinierte Übernahme 176, hält aus diesem Grund den Erwerb eigener Aktien zur Übernahmeabwehr für ungeeignet.

<sup>1445</sup> Beispiel nach *van Aabel*, Vorstandspflichten 17.

<sup>1446</sup> *Merkt*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 71 Rz 185.

Börsenpreises der Aktien eine unzulässige Rückgewähr von Einlagen wäre (§§ 57, 62 dAktG/§ 52 öAktG)<sup>1447</sup>, die zudem nicht unter §§ 71 ff dAktG/§§ 65 ff öAktG zu subsumieren wäre<sup>1448</sup>. Hinzu käme eine unzulässige Ungleichbehandlung der Aktionäre, so dass eine solche Abwehrmaßnahme schon aktienrechtlich unzulässig ist<sup>1449</sup>.

Die Veräußerung eigener Anteile nach § 71 Abs 1 Z 8 S 3 dAktG kann im normalen Geschäftsverlauf liegen, wobei lediglich der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre zu beachten ist<sup>1450</sup>. Werden die Aktien über die Börse veräußert (§ 71 Abs 1 Z 8 S 4 dAktG), so kann schon die Eignung zur Verhinderung eines Übernahmeangebots infrage stehen; bei einer andere Art der Veräußerung ergibt sich aus § 71 Abs 1 Z 8 S 5 dAktG durch den Verweis auf § 186 Abs 3 und 4 dAktG ein Bezugsrecht der Aktionäre<sup>1451</sup>.

### **9.5.2 Zustimmungsverweigerung bei vinkulierten Namensaktien**

Zur Übernahmeabwehr kommt auch die Verweigerung der Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien in Betracht. Dies ist jedenfalls möglich, wenn das Vorliegen eines Übernahmeangebots als Verweigerungsgrund in die Satzung aufgenommen wurde<sup>1452</sup>. Dafür spricht schon der Umkehrschluss aus § 33b WpÜG: wurde die „Europäische“ Durchbrechungsregel nicht beschlossen, so bleiben satzungsgemäße Übertragungshindernisse in Kraft. Die Tatsache, dass ein Übernahmeangebot vorliegt, macht die Verweigerung der Genehmigung nicht zu einer unzulässigen Verteidigungsmaßnahme<sup>1453</sup>, ansonsten wäre die Durchbrechungsregel überflüssig<sup>1454</sup>. Entscheidend ist, dass die Gesellschaft durch die Vinkulierungsregelung in der Satzung bereits für eine „Übernahmeresistenz und Konzernunabhängigkeit vorgeprägt“ ist<sup>1455</sup> und damit der Vorrang des Gesellschaftsinteresses bezüglich einer Kontrolle des Aktionärskreises zum Ausdruck gebracht wurde<sup>1456</sup>. Enthält die

---

<sup>1447</sup> Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 52 Rz 16 (86); Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 35; van Aubel, Vorstandspflichten 20; Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (194); Schander, BB 1997, 1801 (1803); aA Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (732).

<sup>1448</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 62; Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1388); offen gelassen bei Weimar/Breuer, BB 1991, 2309 (2318).

<sup>1449</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 93.

<sup>1450</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 71 Rz 19m.

<sup>1451</sup> Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 247.

<sup>1452</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 261.

<sup>1453</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 81.

<sup>1454</sup> Wolf, ZIP 2008, 300 (303).

<sup>1455</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 81; Lutter, Die Rechte und Pflichten des Vorstands bei der Übertragung vinkulierter Namensaktien, AG 1992, 369 (374).

<sup>1456</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 55.

Satzung nur anders lautende Verweigerungsgründe, so darf die Zustimmung wegen eines unerwünschten Übernahmeangebots nicht verweigert werden<sup>1457</sup>.

Schweigt die Satzung zu den Verweigerungsgründen, so dürften keine Bedenken bestehen, wenn die Hauptversammlung über die Zustimmungserteilung entscheidet. Dieser Fall ist eher theoretischer Natur, da ein Bieter nicht die Beherrschung der Gesellschaft anstreben wird, wenn die Aktionärsmehrheit ohnehin dagegen ist<sup>1458</sup>. Zu berücksichtigen ist aber, dass die Ratifizierung durch die Hauptversammlung nicht erforderlich ist, da sonst Geschäftsführungskompetenzen des Vorstands auf die Hauptversammlung verlagert würden<sup>1459</sup>; eine legitimierende Beschlussfassung durch die Hauptversammlung wäre aber auch nicht unzulässig<sup>1460</sup>.

Entscheidet der Vorstand nach freiem Ermessen über die Zustimmung zur Aktienübertragung, so handelt es sich um eine Geschäftsführungsmaßnahme<sup>1461</sup>, bei der fraglich ist, ob hierfür die Zustimmung des Aufsichtsrates eingeholt werden muss. Einerseits ist zu berücksichtigen, dass die Aktionäre mit der Vinkulierungsregel der Kontrolle des Aktionärskreises grundsätzlich den Vorrang eingeräumt haben; dann kann auch der Vorstand pflichtgemäß darüber entscheiden, ob das Interesse am Erhalt der Unabhängigkeit das Verwertungsinteresse der Aktionäre überwiegt<sup>1462</sup> oder ein überwiegendes Unternehmensinteresse besteht, etwa wenn befürchtet wird, dass die Gesellschaft durch die Übernahme geschädigt würde<sup>1463</sup>. Die Verteidigung der Eigenständigkeit ist ein im Aktienrecht (§§ 311 ff dAktG) anerkannter Rechtswert<sup>1464</sup>. Andererseits ist die Aktiengesellschaft grundsätzlich aber eine „konzernoffene Kapitalgesellschaft“, bei der es nicht Aufgabe des Vorstands sein kann, eine Abhängigkeit zu vermeiden<sup>1465</sup>. Hinzu kommt, dass die Zustimmungsverweigerung die bereits getroffene freie Entscheidung der Aktionäre über die Annahme eines Übernahmeangebots konterkarieren würde. Der Vorstand bedarf daher nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes der Zustimmung des Aufsichtsrates, wenn die Übertragung vinkulierter

---

<sup>1457</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 117.

<sup>1458</sup> Altmeppen, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> vor § 311 Rz 71.

<sup>1459</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 55.

<sup>1460</sup> Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 112.

<sup>1461</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 55.

<sup>1462</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 55.

<sup>1463</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 118; Schanz, NZG 2000, 337 (341); Immenga, AG 1992, 79 (82); Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27 – „Hier darf und muss der Vorstand, soweit es mit erlaubten Mitteln möglich ist, darauf hinwirken, dass der Erwerb unterbleibt“.

<sup>1464</sup> Peifer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 186 Rz 98.

<sup>1465</sup> Altmeppen, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> vor § 311 Rz 57.

Namensaktien abgelehnt wird, ohne dass hierfür eine ausdrückliche statutarische Regelung vorliegt<sup>1466</sup>.

### 9.5.3 Grenzen der Ausnahmetatbestände

Übernahmerechtlich bestehen für den Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft unter Heranziehung der Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 WpÜG somit erhebliche Handlungsspielräume, die jedoch durch betriebswirtschaftliche Erfordernisse, aktienrechtliche Voraussetzungen (zB Bindung an das Unternehmensinteresse) und die zeitliche Enge eines Übernahmeverfahrens eingeschränkt werden.

Soweit nach verbreiteter Auffassung<sup>1467</sup> die Zustimmung des Aufsichtsrates für die Nutzung allgemeiner Ermächtigungen in einer Übernahmesituation ausreichend sein soll, ergeben sich Fragen hinsichtlich der tatsächlichen Umsetzbarkeit. Eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht dürfte in einer Übernahmesituation kaum zu platzieren sein, da ein renditeorientierter Aktionär sein Investment unter dem Risiko der Dividendenverschlechterung nicht erhöhen wird, wenn gleichzeitig die Möglichkeit einer gewinnbringenden Veräußerung gegeben ist. Wird bei einer Kapitalmaßnahme das Bezugsrecht ausgeschlossen, so wird sich ein befreundeter Investor nur beteiligen, wenn das Kapital angemessen verzinst wird; ist die Kapitalerhöhung betriebswirtschaftlich nicht gerechtfertigt, so werden die Aktienkurse sinken, was die Gefahr einer späteren Übernahme erhöht. Der Erwerb eigener Aktien in einer Übernahmesituation erscheint wirtschaftlich nicht sinnvoll, da der Aktienkurs in aller Regel durch das Übernahmeangebot bereits deutlich angestiegen ist.

Auch für Geschäftsführungsmaßnahmen eröffnen die Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 WpÜG kaum zusätzliche Handlungsspielräume, da Abwehrmaßnahmen nur im Unternehmensinteresse unter Berücksichtigung von Wirtschaftlichkeitsüberlegungen getroffen werden können und zudem für die Umsetzung kaum ausreichend Zeit sein dürfte. Zwar kann der Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrates alle Abwehrmaßnahmen innerhalb der Geschäftsführungskompetenz ergreifen, auch wenn sie unmittelbar durch das Übernahmeangebot veranlasst sind<sup>1468</sup>. Vorstand und Aufsichtsrat sind

---

<sup>1466</sup> Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 48; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 59; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 112; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 54.

<sup>1467</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 27.

<sup>1468</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 26 (27).

jedoch auch bei ad hoc-Abwehrmaßnahmen an das Unternehmensinteresse gebunden<sup>1469</sup>, so dass von den Ausnahmetatbeständen nur in begründeten Ausnahmefällen (zB zu erwartende Schädigung der Gesellschaft) Gebrauch gemacht werden kann<sup>1470</sup>. Dem Aktionärsinteresse an optimierter Verwertung der Aktienanlage muss ein „Gewichtungsvorsprung“ eingeräumt werden, so dass im Ergebnis nur dann Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats ergriffen werden dürfen, wenn den übrigen Interessen ein „eindeutiges Übergewicht“ gegenüber dem Aktionärsinteresse zukommt<sup>1471</sup>, dh wenn diese auch auf der Grundlage des früher vertretenen Neutralitätsgebots zulässig gewesen wären<sup>1472</sup>. Dies wäre der Fall, wenn der Bieter nach der Übernahme eine dauerhaft rechtswidrige Betätigung der Gesellschaft plant. Dabei handelt es sich aber um Extremfälle, die seit Inkrafttreten der EU-Übernahmerichtlinie tatsächlich nicht zu verzeichnen waren.

Soweit ad hoc-Abwehrmaßnahmen (zB das Eingehen wechselseitiger Beteiligung, der Erwerb und die Veräußerung von Beteiligungen und Vermögensgegenständen, ein Gegenangebot) mit Zustimmung des Aufsichtsrates nach deutschem Recht zulässig sind, dürften diese scheitern, da ihre Wirtschaftlichkeit in der kurzen Frist der Übernahmeauseinandersetzung nicht zweifelsfrei zu ermitteln ist. Derartige Vorhaben müssen gut vorbereitet und betriebswirtschaftlich gerechtfertigt sein; hierzu gehören Marktanalysen, das Erstellen von Bewertungsgutachten zur Preisfindung, das Vorhandensein eines seriösen Käufers oder Verkäufers, die Beschaffung der Finanzierung und eine fundierte Risikoeinschätzung. In der angespannten Situation einer Übernahme dürfte es für einen verantwortungsvollen Vorstand kaum möglich sein, auf einer gesicherten Grundlage Entscheidungen zu treffen. Noch weitaus komplizierter ist die Abgabe eines Gegenangebots auf die Bieter-Aktiengesellschaft. Der Vorstand der Zielgesellschaft kann zwar das betriebswirtschaftliche Übernahmekonzept des Bieters auch seinem Angebot zugrunde legen, muss aber ein komplettes eigenes Übernahmeangebot abgeben. Ob hierfür vorliegende Informationen ausreichen oder eine eigene Due Diligence-Prüfung notwendig ist, hängt von den Umständen des Einzelfalls ab. Jedenfalls dürfte unter praxisnaher Betrachtung die Zeit hierfür kaum vorhanden sein. Mit Verzögerungen und Abwehrhandlungen des Bieters wäre ebenso zu rechnen. Da in vielen Fällen die Unternehmensfinanzierung keinen Spielraum für weitere (ungeplante)

---

<sup>1469</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 26..

<sup>1470</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 27.

<sup>1471</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 30; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 83; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 185; aA *Grunewald* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 33 Rz 49.

<sup>1472</sup> *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 52; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 31.

Akquisitionen lässt, müssten zusätzlich Bankkredite in Anspruch genommen werden, was weitere Erschwernisse mit sich bringen kann. Soll der Erwerb durch einen Aktientausch gedeckt werden, müsste die Hauptversammlung zwecks Kapitalerhöhung ohnehin befasst werden.

Dass die Zielgesellschaft ein Unternehmen zur Erzeugung kartellrechtlicher Probleme erwerben kann, ist eher unwahrscheinlich, da entsprechende Kaufgelegenheiten nur dünn gesät sein dürften; zugleich besteht die Gefahr, dass die Zielgesellschaft selbst Gegenstand eines Fusionskontrollverfahrens wird. Selbst wenn derartige Abwehrmaßnahmen in einer Übernahmesituation umgesetzt werden können, ist nicht sicher, ob der Bieter von einem Übernahmeversuch Abstand nimmt. Alles in allem: es handelt sich um Maßnahmen von bedeutender Tragweite mit außergewöhnlichen Haftungsrisiken für den Vorstand der Zielgesellschaft, die unvorbereitet nicht erfolgreich umgesetzt werden können.

## 10 Übernahmeabwehr und Rechtsschutz

Eine Übernahme könnte auch dadurch abgewehrt werden, dass der Vorstand der Zielgesellschaft ab Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht rechtliche Maßnahmen ergreift, die eine Übernahme erschweren. Hierzu könnten bestimmte übernahmerechtliche Regelungen instrumentalisiert<sup>1473</sup> oder auch Rechtsmittel gegen ein mangelhaftes Übernahmeangebot eingelegt werden, um eine Untersagung des Angebots herbeizuführen.

### 10.1 Verlängerung der Annahmefrist

Der Bieter kann die Annahmefrist innerhalb der gesetzlichen Grenzen grundsätzlich frei festlegen, die nach § 16 Abs 1 S 1 WpÜG zwischen vier und zehn Wochen, nach § 19 Abs 1 ÜbG zwischen zwei und zehn Wochen liegen kann. Zweck dieser Regelung ist es, den Aktionären der Zielgesellschaft ausreichend Zeit zu geben, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können; zugleich reflektiert die Frist das Beschleunigungsgebot, da die Zielgesellschaft nicht unangemessen lange mit der Übernahmesituation konfrontiert sein soll<sup>1474</sup>. Die gesetzlich festgelegte Annahmefrist gilt für sämtliche Angebote, nicht nur bei Übernahmeangeboten sondern auch bei Pflichtangeboten sowie einfachen Erwerbsangeboten<sup>1475</sup>.

Dem Bieter wird an einer kurzen Annahmefrist gelegen sein, um auf die Aktionäre der Zielgesellschaft einen gewissen Entscheidungsdruck auszuüben. Der Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft kann aber die Annahmefrist auf zehn Wochen verlängern, wenn im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot eine Hauptversammlung einberufen wird (§ 16 Abs 3 S 1 WpÜG). Mit der Fristverlängerung soll eine Entscheidung der Hauptversammlung und deren Umsetzung bis zum Ablauf der Annahmefrist sichergestellt werden. Gegenstand der Hauptversammlung ist die Frage der Reaktion auf ein öffentliches Übernahmeangebot, insbesondere auch wegen etwaiger Abwehrmaßnahmen. Es kann aber auch eine „beschlusslose“ Hauptversammlung einberufen werden, die den Sachstand erörtert und bei der den Aktionären die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat erläutert wird<sup>1476</sup>. Aus Gründen des Vertrauensschutzes führt auch eine spätere Absetzung der

---

<sup>1473</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 98.

<sup>1474</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 16 Rz 3; Gall in Huber, Übernahmegesetz § 19 Rz 7.

<sup>1475</sup> Wackerbarth, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 16 WpÜG Rz 32; Noack in Schwark, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 16 Rz 21; für Österreich ergibt sich dies aus § 19 Abs 1d ÜbG.

<sup>1476</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 16 Rz 17; Schneider, AG 2002, 125 (131).

Hauptversammlung nicht zum Wiederaufleben der ursprünglich vom Bieter festgesetzten Annahmefrist<sup>1477</sup>. Praktische Bedeutung hat die Einberufung einer Hauptversammlung ausschließlich bei feindlichen Übernahmeangeboten, es handelt sich indessen nach hM nicht um eine verhinderungsgerechte Maßnahme<sup>1478</sup>.

Unmittelbare Folge ist, dass durch die Einberufung einer Hauptversammlung der ohnehin begrenzte Gestaltungsspielraum für den Bieter entfällt, indem die Annahmefrist zwingend zehn Wochen beträgt<sup>1479</sup>. Gegen diese Regelung, die einen deutschen Sonderweg darstellt, bestehen verfassungsrechtliche Zweifel; die einseitig verlängerte Annahmefrist wird als Verstoß gegen die von Art 2 Abs 1 GG geschützte Privatautonomie angesehen, da dem Bieter gegen die Entscheidung des Vorstands der Zielgesellschaft - also eines Dritten - keinerlei „Ausweichmöglichkeiten“ zur Verfügung stehen<sup>1480</sup>. Eine Verlängerung der Annahmefrist könnte zudem gegen die Interessen der Aktionäre verstoßen, die daran interessiert sind, das Angebot schnell anzunehmen und den Erlös erneut zu investieren. Diesen berechtigten Aktionärsinteressen dürfe der Vorstand der Zielgesellschaft nicht vorgreifen<sup>1481</sup>. Derlei Verfassungsbedenken werden von der hM nicht geteilt<sup>1482</sup>, da mit dieser Regelung die Handlungsspielräume der Aktionäre in einer Übernahmesituation gesichert werden sollen. Der Vorstand kann die verlängerte Annahmefrist nutzen, um einen konkurrierenden Bieter zu suchen oder für die Eigenständigkeit der Gesellschaft zu werben. Im Vordergrund müssen jedoch die Interessen der Aktionäre stehen; würde der Vorstand völlig grundlos eine Hauptversammlung einberufen - was in der Praxis nicht vorkommen dürfte -, so würde die Instrumentalisierung dieser gesetzlichen Möglichkeit zumindest gegen die Neutralitätspflicht verstoßen.

Der Vorstand einer österreichischen Aktiengesellschaft kann die Annahmefrist nicht durch Einberufung einer Abwehrhauptversammlung verlängern; das Gesetz sieht diese Möglichkeit nicht vor<sup>1483</sup>. Die Übernahmekommission kann jedoch eine kürzere Annahmefrist festlegen, wenn die Zielgesellschaft glaubhaft macht, dass sie durch die vom Bieter festgelegte Annahmefrist in ihrer Geschäftstätigkeit ungebührlich behindert würde, wobei eine Verkürzung auf unter sechs Wochen nur mit Zustimmung des Bieters möglich ist; ebenso

---

<sup>1477</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 16 Rz 8.

<sup>1478</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 125.

<sup>1479</sup> *Geibel in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 16 Rz 2.

<sup>1480</sup> *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 16 WpÜG Rz 38 (39).

<sup>1481</sup> *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 16 WpÜG Rz 41.

<sup>1482</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 16 Rz 8 (FN 24: „Diese Auffassung ist abzulehnen“).

<sup>1483</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 148.

kann die Übernahmekommission die Annahmefrist auf drei Wochen festlegen, wenn in kürzerer Zeit der Zielgesellschaft eine angemessene Beurteilung des Angebots nicht möglich ist (§ 19 Abs 1a ÜbG). Einen entsprechenden Antrag hat die Zielgesellschaft unverzüglich nach Kenntnisnahme des Angebots zu stellen<sup>1484</sup>.

## **10.2 Rechtsschutz bei mangelhaften Übernahmeangeboten**

Ist die Angebotsunterlage mangelhaft, so ist mit einer Untersagung durch die BaFin/Übernahmekommission zu rechnen. Der Zielgesellschaft ist es unbenommen, die Aufsichtsbehörde auf die Mängel eines Angebots hinzuweisen; nach hM stehen dieser jedoch keine Rechtsmittel zur Verfügung, um eine Untersagung des Angebots herbeizuführen oder gegen ein bereits veröffentlichtes Angebot vorzugehen. Dies ist insofern problematisch, als durch ein mangelhaftes Übernahmeangebot Interessen der Zielgesellschaft oder der Aktionäre verletzt sein können<sup>1485</sup>.

### **10.2.1 Untersagung des Angebots**

Die BaFin kann ebenso wie die Übernahmekommission ein Angebot nach § 15 WpÜG/§ 11 ÜbG untersagen, wenn die Angebotsunterlage nicht alle vorgeschriebenen Angaben enthält oder offensichtlich gesetzwidrig ist<sup>1486</sup>. Hinsichtlich der Verfahrenspraxis und der rechtlichen Anforderungen bestehen Unterschiede zwischen deutschem und österreichischem Recht.

§ 15 WpÜG regelt die Untersagungstatbestände abschließend<sup>1487</sup>; die Untersagung setzt einen übernahmerechtlichen Gesetzesverstoß voraus. Liegen hierfür Anhaltspunkte vor, so obliegt der BaFin eine begrenzte materielle Prüfungs- und Nachforschungspflicht<sup>1488</sup>. Nach hM hat die BaFin aber auch diffizile und ungeklärte Rechtsfragen eindeutig zu beantworten<sup>1489</sup>. Nach anderer Auffassung ist ausreichend, wenn der Bieter vertretbar begründen kann, dass ein offensichtlicher Gesetzesverstoß nicht vorliegt<sup>1490</sup>. Für die hM spricht die größere Rechtssicherheit, allerdings dürfen schon im Hinblick auf den Beschleunigungsgrundsatz an die Prüfungspflichten keine übertriebenen Anforderungen gestellt werden.

---

<sup>1484</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 150.

<sup>1485</sup> *Cahn*, Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener, ZHR 167 (2003) 262 (264).

<sup>1486</sup> *Angerer* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 7 Rz 15; *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 137.

<sup>1487</sup> *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 15 Rz 15.

<sup>1488</sup> *Cahn*, ZHR 167 (2003) 262 (274); *Angerer* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 7 Rz 16; *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 15 Rz 6.

<sup>1489</sup> *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 15 Rz 7; *Angerer* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 15 Rz 19.

<sup>1490</sup> *Thoma* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 15 Rz 21.

Untersagt die BaFin ein Angebot, so kann der Bieter hiergegen Widerspruch einlegen (§ 41 Abs 1 WpÜG) und bei dessen Ablehnung Anfechtungsbeschwerde nach § 48 Abs 1 S 1 WpÜG erheben. Weitere Rechtsmittel sind im Gesetz nicht vorgesehen, da das Übernahmeverfahren - insbesondere auch im Hinblick auf die Interessen der Zielgesellschaft - hierdurch nicht verzögert werden soll<sup>1491</sup>. Das BVerfG sieht in der Beschränkung des Rechtsschutzes auf nur eine Instanz keinen Verstoß gegen Art 19 Abs 4 GG, da es Sache des Gesetzgebers sei, den Rechtsweg auszugestalten<sup>1492</sup>. Der Anspruch auf rechtliches Gehör darf dadurch aber nicht verletzt werden<sup>1493</sup>.

Das Verfahren vor der Übernahmekommission ist dadurch gekennzeichnet, dass der Bieter ein beabsichtigtes Angebot zur Vorprüfung vorlegt; die Übernahmekommission trifft dann eine materielle Prüfungspflicht bezüglich der Zulässigkeit des Angebots<sup>1494</sup>. Bestehen Bedenken, so wird die Übernahmekommission den Bieter hierüber informieren oder eine schriftliche Stellungnahme abgeben, die allerdings keinen Bescheidcharakter hat; kommt der Bieter den Hinweisen nicht nach, so muss mit einem ablehnenden Bescheid nach § 10 Abs 3 ÜbG gerechnet werden<sup>1495</sup>.

Für Bescheide der Übernahmekommission ist ein Instanzenzug nicht vorgesehen (§ 30 Abs 1 ÜbG), möglich ist allenfalls die Anrufung des VfGH wegen Verletzung verfassungsgesetzlich gewährleisteter Rechte<sup>1496</sup>. Die Schaffung eines Instanzenzuges wurde regelmäßig angemahnt<sup>1497</sup> und hierzu de lege ferenda Lösungen angeboten<sup>1498</sup>, bislang wurde davon im Hinblick auf den Beschleunigungsgrundsatz Abstand genommen.

## **10.2.2 Interventionsmöglichkeiten der Zielgesellschaft**

Hält die Zielgesellschaft eine Angebotsunterlage für mangelhaft, so kann eine frühzeitige Intervention bei der BaFin/Übernahmekommission durchaus Erfolg versprechend sein<sup>1499</sup>. Wesentliche Mängel der Angebotsunterlage sind falsche Angaben zur Finanzierung des

---

<sup>1491</sup> Louven in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 1.

<sup>1492</sup> BVerfGE 11, 232 (233).

<sup>1493</sup> BVerfG NJW 2003, 1924 (1929); Louven in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 2.

<sup>1494</sup> Diregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 139.

<sup>1495</sup> Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 10 Rz 14.

<sup>1496</sup> Gall in Huber, Übernahmegesetz § 30 Rz 7; Diregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 342.

<sup>1497</sup> Rill, Ist das Übernahmerecht verfassungswidrig? ZfV 2006, 178 (182).

<sup>1498</sup> Gall in Huber, Übernahmegesetz § 28 Rz 7.

<sup>1499</sup> Schnorbus, Rechtsschutz im Übernahmeverfahren Teil II, WM 2003, 657.

Angebots oder zu den Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters, unrichtige Angaben über die Ziele des Angebots, die Nichtoffenlegung von finanziellen Anreizen oder rechtlichen Risiken der Übernahme<sup>1500</sup>. Die Angebotsunterlage kann ferner mangelhaft sein, wenn verschwiegen wird, dass die Zielgesellschaft ausgeschlachtet oder liquidiert werden soll. Geht die Zielgesellschaft von einem solchen Mangel des Angebots aus, so kann sie dies der BaFin/Übernahmekommission mitteilen; auch kann eine entsprechende „Schutzschrift“ hinterlegt oder ein Sachverständigengutachten eingereicht werden. Zwar ist die BaFin/Übernahmekommission nicht an „Eingaben“ Dritter gebunden, sie ist aber nicht gehindert, auf eine entsprechende Anregung ein Untersagungsverfahren einzuleiten, ohne dass der Dritte zum Beteiligten des Verfahrens wird<sup>1501</sup>.

Kommt der Bieter seinen Verpflichtungen aus § 35 WpÜG/§§ 16, 26 ÜbG bei einem Pflichtangebot nicht nach, dann ruhen - ex lege - die Stimmrechte aus den erworbenen Aktien nach § 59 WpÜG/§ 34 Abs 1 ÜbG. Dieser Rechtsverlust bewirkt, dass der Bieter in diesem Zeitraum keinen Einfluss auf die Unternehmens- und Geschäftspolitik der Zielgesellschaft nehmen kann, diese Rechte gehen zeitlich begrenzt unter<sup>1502</sup>. Zumindest theoretisch könnten die übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft eine Umwandlung oder ein Delisting beschließen, ohne dass der Bieter hiergegen vorgehen könnte<sup>1503</sup>.

### 10.2.3 Rechtsmittel der Zielgesellschaft

Gegen Entscheidungen der BaFin/Übernahmekommission kann die Zielgesellschaft keine Rechtsmittel einlegen. Ein Beschwerdeverfahren gegen Verwaltungsakte der BaFin steht der Zielgesellschaft schon deshalb nicht zu, weil diese nicht zu den Verfahrensbeteiligten nach § 52 WpÜG zählt<sup>1504</sup>. Nur ausnahmsweise kann die Zielgesellschaft eine Verfügung der BaFin anfechten, und zwar wenn der Bieter davon befreit wird, ein Angebot innerhalb der Sperrfrist nach § 26 Abs 2 WpÜG abzugeben, ohne dass hierfür Zustimmung der Zielgesellschaft eingeholt wurde<sup>1505</sup>. Die Zielgesellschaft kann sich eine Beteiligtenstellung im Verfahren vor der BaFin nur verschaffen, indem sie eine Beiladung beantragt (§ 13 VwVfG)<sup>1506</sup>. Allerdings besteht kein Anspruch gegen die BaFin auf Hinzuziehung<sup>1507</sup>. Wird

---

<sup>1500</sup> Aha, Rechtsschutz der Zielgesellschaft bei mangelhaften Übernahmeangeboten, AG 2002, 160 (165).

<sup>1501</sup> OLG Frankfurt am Main BB 2003, 2589.

<sup>1502</sup> Santelmann in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 59 Rz 5.

<sup>1503</sup> Santelmann in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 59 Rz 5.

<sup>1504</sup> Santelmann in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 52 Rz 3.

<sup>1505</sup> Santelmann in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 52 Rz 4.

<sup>1506</sup> Pohlmann, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 39.

die Zielgesellschaft hinzugezogen, so können allenfalls Ausnahmegenehmigungen angefochten werden können, nicht aber ein Eingreifen der Behörde gegen ein rechtswidriges Übernahmeangebot verlangt werden; der Nachweis der Anfechtungsbefugnis gibt somit der Zielgesellschaft „Steine anstatt Brot“<sup>1508</sup>.

Gerichtlich entschieden wurde der Antrag eines Aktionärs, die BaFin zu verpflichten, die Gestattung eines Übernahmeangebots zu widerrufen und das Angebot zu untersagen; das OLG Frankfurt am Main verneinte einen entsprechenden Anspruch<sup>1509</sup> mit dem Argument, dass die BaFin ihre Aufgaben nach § 4 Abs 2 WpÜG nur im öffentlichen Interesse wahrnimmt und daher ein Drittrechtsschutz nicht in Betracht komme<sup>1510</sup>. Eine gegen das Urteil des OLG Frankfurt am Main eingelegte Verfassungsbeschwerde nahm das BVerfG nicht zur Entscheidung an, weil nicht erkennbar sei, dass die Angaben in der Angebotsunterlage offensichtlich gegen das WpÜG verstießen<sup>1511</sup>. Der EuGH bestärkte mittelbar die BaFin und das OLG Frankfurt am Main in ihrer restriktiven Linie, indem auf Vorlage des BGH<sup>1512</sup> entschieden wurde, dass die Einschränkung des Drittrechtsschutzes durch § 6 Abs 4 KWG - dem § 4 Abs 2 WpÜG entspricht - rechens ist<sup>1513</sup>. Der BGH hält jedenfalls vergleichbaren Normen (§ 6 Abs 4 KWG/§ 4 Abs 4 FinDAG) für verfassungsgemäß<sup>1514</sup>. Auch in späteren Entscheidungen bestätigte das OLG Frankfurt am Main seine Auffassung<sup>1515</sup>; für die Praxis ist damit entschieden, dass § 4 Abs 2 WpÜG subjektiv-öffentliche Rechte Dritter ausschließt<sup>1516</sup> und diesen daher keine Widerspruchs- oder Beschwerdebefugnis im Hinblick auf die Untersagung mangelhafter Übernahmeangebote zusteht<sup>1517</sup>. Drittbetroffenen bleibt somit nur der zivilrechtliche Schutz. Rechtstatsächlich hat bislang noch keine Zielgesellschaft um Drittschutz nachgesucht<sup>1518</sup>.

---

<sup>1507</sup> Santelmann in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 18.

<sup>1508</sup> Schnorbus, WM 2003, 657 (660).

<sup>1509</sup> OLG Frankfurt am Main, ZIP 2003, 1251.

<sup>1510</sup> hM: Möller in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 48 Rz 28; Ehrlicke in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 48 Rz 17; Linke, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 4 Rz 39; Bauer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 4 WpÜG Rz 31; Louven in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 32.

<sup>1511</sup> BVerfG DB 2004, 1305.

<sup>1512</sup> BGH ZIP 2002, 1136.

<sup>1513</sup> EuGH ZIP 2004, 2039.

<sup>1514</sup> BGHZ 162, 49.

<sup>1515</sup> OLG Frankfurt am Main, ZIP 2003, 1251 (1252); ZIP 2003, 1392 (1393); ZIP 2003, 2206; zustimmend: Hommelhoff, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 36 Rz 43; Lenz, NJW 2003, 2073 (2075); von Riegen, Verwaltungsrechtsschutz Dritter im WpÜG, Der Konzern 2003, 583 (584).

<sup>1516</sup> Bauer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 4 WpÜG Rz 34; Pohlmann, Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren, ZGR 2007, 1 (20).

<sup>1517</sup> Angerer in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 7 Rz 7; Klepsch in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 4 Rz 13.

<sup>1518</sup> Pohlmann, ZGR 2007, 1 (4).

Diese Rechtsprechung hat vielfältige Kritik erfahren<sup>1519</sup>, für einzelne Vorschriften des WpÜG wurde die drittschützende Wirkung bejaht<sup>1520</sup>. Da ein mangelhaftes Übernahmeangebot erheblich in die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft eingreift, indem das Management belastet und etablierte Kunden- und Lieferantenbeziehungen gefährdet sowie die eigenen Mitarbeiter verunsichert würden, seien subjektive Rechte betroffen, die einen Drittschutz nach § 11 WpÜG erforderlich machen<sup>1521</sup>. § 4 Abs 2 WpÜG stehe dem nicht entgegen, da die Norm lediglich beinhalte, dass es nicht Aufgabe der Aufsichtsbehörde sei, Individualinteressen zu wahren<sup>1522</sup>. Darüber hinaus sei zu bedenken, dass eine richterliche Überprüfung rechtlich schwieriger Fragen auch im Interesse der Allgemeinheit läge, da die Transparenz und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts gefördert würde<sup>1523</sup>.

Teilweise wird es als verfassungswidrig angesehen, wenn Dritten versagt wird, entsprechende Rechtsmittel einzulegen<sup>1524</sup>. Tangiert sei der verfassungsrechtliche Schutz der wirtschaftlichen Betätigungsfreiheit von juristischen Personen nach Art 2 Abs 1 und Art 12 Abs 1 GG sowie die Rechtsschutzgarantie des Art 19 Abs 4 GG<sup>1525</sup>. Der Zielgesellschaft müssten Rechtsmittel gegen die Gestattung einer mangelhaften Angebotsunterlage zustehen, weil die BaFin angesichts der Datenmenge keine umfassende inhaltliche Prüfung der Angebotsunterlage vornehmen könne<sup>1526</sup>. Zur Wahrung von Verfassungskonformität müsse § 4 Abs 2 WpÜG einschränkend interpretiert werden, da ansonsten Abwehrrechte der Adressaten von belastenden Aufsichtsmaßnahmen ausgeschlossen sein können, was jedenfalls gegen Art 2 Abs 1 GG verstieße<sup>1527</sup>.

Für die Rechtsprechung und die ihr folgende hM spricht, dass eine Vorschrift nur dann subjektive Rechte Dritter begründet, wenn sie nicht nur die Interessen der Allgemeinheit schützen will, sondern zumindest auch dem Schutz einzelner Interessen dienen soll. Hierüber kann es bei einzelnen Vorschriften des WpÜG durchaus unterschiedliche Auffassungen

---

<sup>1519</sup> *Cahn*, ZHR 167 (2003) 262 (290); *Ihrig*, Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht, ZHR 167 (2003) 315 (317); *Möller*, Das Verwaltungs- und Beschwerdeverfahren nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz unter besonderer Berücksichtigung der Rechtsstellung Dritter, ZHR 167 (2003) 301 (303); *Schnorbus*, WM 2003, 657; *Pohlmann*, ZGR 2007, 1 (19); *von Bülow/Bücker*, Das Konzernprivileg des § 36 Nr. 3 WpÜG, Der Konzern 2003, 185 (201).

<sup>1520</sup> *Aha*, AG 2002, 160 (161); *Cahn*, ZHR 167 (2003) 262 (290); *Pohlmann*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 73; *Schnorbus*, Drittklagen im Übernahmeverfahren, ZHR 166 (2002) 72 (104).

<sup>1521</sup> *Aha*, AG 2002, 160 (162).

<sup>1522</sup> *Cahn*, ZHR 167 (2003) 262 (285).

<sup>1523</sup> *Aha*, AG 2002, 160 (161).

<sup>1524</sup> *Aha*, AG 2002, 160 (162).

<sup>1525</sup> *Aha*, AG 2002, 160 (162).

<sup>1526</sup> *Aha*, AG 2002, 160 (164).

<sup>1527</sup> *Bauer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 4 WpÜG Rz 30.

geben. Bei den Bestimmungen über die formelle Vollständigkeit der Angebotsunterlage ist jedoch ein subjektives Recht der Zielgesellschaft nicht betroffen<sup>1528</sup>. Soweit in der Literatur - nicht unbestritten - für einzelne Vorschriften der Schutzgesetzcharakter bejaht wird, kommen aber allenfalls die §§ 9, 14, 23, 27, 33 WpÜG hierfür in Betracht<sup>1529</sup>. Fest steht jedoch, dass der Gesetzgeber keine subjektiven Rechte für Dritte aus dem WpÜG gewähren wollte<sup>1530</sup>, da dies dem Beschleunigungsgebot widerspricht. Drittschutz wäre ein „Fremdkörper“<sup>1531</sup> im Gesetz mit erheblicher Sprengkraft<sup>1532</sup>, da hierdurch die Neutralitätspflicht des Vorstands ausgehebelt werden könnte<sup>1533</sup>. Der Verweis auf die freie wirtschaftliche Betätigung der Zielgesellschaft<sup>1534</sup> kann nicht das Grundkonzept des WpÜG, nämlich dass der Aktionär frei über ein Übernahmeangebot entscheidet, außer Kraft setzen<sup>1535</sup>. Dass der Zielgesellschaft keine Rechtsmittel gegen die BaFin zustehen, verstößt auch nicht gegen die Verfassung, da etwaige Konflikte gesellschaftsrechtlich gelöst werden können<sup>1536</sup>. Das gesetzgeberische Ermessen wurde nicht überschritten, da die Einschränkung des Rechtsschutzes lediglich eine Ausgestaltung des einfachen Rechts ist<sup>1537</sup>. Das BVerfG hat unter Bezugnahme auf Art 14 und Art 19 Abs 4 GG aber zumindest angedeutet, dass es im Einzelfall durchaus verfassungsrechtlich geboten sein kann, Drittschutz gegenüber Entscheidungen der BaFin zu gewähren, etwa wenn die in der Angebotsunterlage enthaltenen Angaben offensichtlich gegen Vorschriften des WpÜG oder einer darauf beruhenden Rechtsverordnung verstoßen<sup>1538</sup>. Darüber hinausgehend bleibt die Frage eines verfassungsrechtlich gebotenen Drittschutzes weitgehend ungeklärt<sup>1539</sup>. Da aber auch die Zielgesellschaft Grundrechtsträgerin ist, kann in Ausnahmefällen Drittschutz geltend gemacht werden, wenn deren wirtschaftliche Existenz bedroht ist, etwa weil der Bieter die Gesellschaft übernehmen will, „um sie als Konkurrent zu beseitigen und zu vernichten“<sup>1540</sup>. Mit dieser - verfassungskonformen - Auslegung von § 4

---

<sup>1528</sup> *Ihrig*, ZHR 167 (2003) 315 (338).

<sup>1529</sup> zu den im Schrifttum vertretenen Ansichten: *Ihrig*, ZHR 167 (2003) 315 (338 FN 93).

<sup>1530</sup> *Louven* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 34; *Steinhardt* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 15 Rz 23; *Seibt*, ZIP 2003, 1865 (1871); aA *Aha*, AG 2002, 160 (162).

<sup>1531</sup> *Louven* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 36.

<sup>1532</sup> *Zinser*, Der RefE eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ vom 12.3.2001, NZG 2001, 391 (396).

<sup>1533</sup> *Klepsch* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 4 Rz 15.

<sup>1534</sup> *Aha*, AG 2002, 160 (162).

<sup>1535</sup> *Klepsch* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 4 Rz 14.

<sup>1536</sup> OLG Frankfurt am Main DB 2003, 1371; DB 2003, 1373.

<sup>1537</sup> *Cahn*, ZHR 167 (2003) 262 (287).

<sup>1538</sup> BVerfG NZG 2004, 617 (618).

<sup>1539</sup> *Pohlmann*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 64.

<sup>1540</sup> *Giesberts*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 4 Rz 83.

Abs 2 WpÜG dürften aber auch die in der Literatur geäußerten verfassungsrechtlichen Bedenken zerstreut sein<sup>1541</sup>.

Eine deutsche Zielgesellschaft ist somit weitgehend auf den Rechtsschutz im Zivilverfahren angewiesen<sup>1542</sup> und kann gegen eine Angebotsunterlage zB vorgehen, wenn die Abgabe des Übernahmeangebots ein sittenwidriges Handeln zu Zwecken des Wettbewerbs ist (§ 1 UWG)<sup>1543</sup>; es sind durchaus Fälle denkbar, in denen bewusst und planmäßig gegen die Rechtsvorschriften zur Angebotsunterlage verstoßen wird, um einen ungerechtfertigten Vorteil zu erzielen<sup>1544</sup>. Der Nachteil eines nicht gewährten Drittschutzes für die Praxis ist, dass viele Auslegungsfragen des WpÜG keiner gerichtlichen Klärung zugeführt werden können<sup>1545</sup>. Es besteht lediglich die Möglichkeit, auf der Grundlage von Art 17 GG (Petitionsrecht) mit Beschwerden und Anregungen an die BaFin heranzutreten<sup>1546</sup>.

Nach österreichischem Recht steht der Zielgesellschaft der Rechtsweg erst nach Abschluss des Angebotsverfahrens offen<sup>1547</sup>. Dies ergibt sich sowohl aus dem Gesetzeswortlaut als auch aus der Erläuterung der Regierungsvorlage<sup>1548</sup>. Da Übernahmeangebote rasch abzuwickeln sind, soll das Verfahren nicht durch förmliche Rechtsstreitigkeiten belastet werden; es soll dem Vorstand der Zielgesellschaft nicht möglich sein, durch „taktische“ Prozessführung das Angebotsverfahren zu verzögern und so die freie Entscheidungsfindung der Aktionäre zu beeinträchtigen. Eine Antragslegitimation der Zielgesellschaft ergäbe sich auch nicht aus § 10 Abs 3 ÜbG, da ein Bescheid nur ergeht, wenn die Übernahmekommission ein Angebot als gesetzwidrig untersagt; ansonsten operiert die Übernahmekommission während eines laufenden Übernahmeverfahrens nach dem Konzept des ÜbG grundsätzlich durch Stellungnahmen<sup>1549</sup>. Ein rechtliches Feststellungsinteresse ist schon deshalb nicht vorliegend, weil § 33 ÜbG ein eigenes Verfahren zur nachträglichen Überprüfung der Rechtmäßigkeit der Angebotsunterlage vorsieht.

---

<sup>1541</sup> Pohlmann, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 67.

<sup>1542</sup> Schneider, Acting Concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten? ZGR 2007, 440 (444); Pohlmann, ZGR 2007, 1 (9).

<sup>1543</sup> Schnorbus, ZHR 166 (2002) 72 (116).

<sup>1544</sup> Ihrig, ZHR 167 (2003) 315 (339).

<sup>1545</sup> Louven in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 48 Rz 38.

<sup>1546</sup> Bauer, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 4 WpÜG Rz 39.

<sup>1547</sup> Diregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 140.

<sup>1548</sup> Bescheid ÜbK vom 14.1.2005 – GZ 2004/3/13-175 – abgedruckt bei Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht<sup>2</sup> (2007) 489 (491); Erläuterungen zur RV ÜbG 1999 (50) – abgedruckt bei Huber, Übernahmegesetz 460.

<sup>1549</sup> Bescheid ÜbK vom 14.1.2005 GZ 2004/3/13-175.

Drittrechtsschutz während eines laufenden Übernahmeverfahrens wird somit weder nach deutschem noch nach österreichischem Übernahmerecht gewährt. Der Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft könnte zusätzliche Handlungsspielräume zur Erschwerung einer feindlichen Übernahme nur dann erschließen, wenn er sich die Mindermeinung zu Eigen macht und Antrag auf Untersagung der Angebotsunterlage stellt; ein solches Vorgehen muss nicht völlig chancenlos sein. Denn bei einer Gesamtbetrachtung des WpÜG ergeben sich „beträchtliche Schwachstellen und Inkonsistenzen“, die auch Ansatzpunkte für die Begründung von Drittrechten liefern; ob die Rechtsprechung die Versagung des Drittschutzes auf Dauer durchhalten kann, muss bezweifelt werden<sup>1550</sup>. Zumindest in besonders gelagerten Fällen - etwa bei missbräuchlicher Ausnutzung der wirtschaftlichen Betätigungsfreiheit durch den Bieter - könnte Drittschutz in Frage kommen, um die Unternehmerfreiheit der Zielgesellschaft zu bewahren<sup>1551</sup>.

### **10.3 Handlungsspielräume nach erfolgter Übernahme**

Haben die Aktionäre ein Übernahmeangebot angenommen und der Bieter den angestrebten Anteil an der Zielgesellschaft erworben, so hat der Vorstand diese Entscheidung zu respektieren<sup>1552</sup>. Dies gebietet schon die Pflicht zur Wahrung des Unternehmensinteresses. Der Vorstand hat daher sicherzustellen, dass bei einem Kontrollwechsel möglichst geringe Reibungsverluste auftreten. Nach erfolgter Übernahme kann der Vorstand gegen ein ungesetzliches Handeln des Kontrollerwerbers jedenfalls nach zivilrechtlichen Grundsätzen vorgehen<sup>1553</sup>, etwa wenn die Gesellschaft geschädigt wird oder ein Verstoß gegen den Kapitalerhaltungsgrundsatz vorliegt.

Dies gilt selbstverständlich auch nach österreichischem Recht. Zudem kann die Zielgesellschaft eine nachträgliche Überprüfung der Rechtmäßigkeit der Angebotsunterlage verlangen (§ 33 ÜbG)<sup>1554</sup>. Die insoweit gegebene Antragslegitimation der Zielgesellschaft muss als Ausnahme von dem Grundsatz betrachtet werden, dass die Zielgesellschaft nicht befugt ist, in die Zusammensetzung des Aktionärskreises einzugreifen<sup>1555</sup>. Die Übernahmekommission trifft bei der nachträglichen Überprüfung einen Feststellungsbescheid, durch konstitutiven Bescheid können die Stimmrechte ruhend gestellt

---

<sup>1550</sup> *Bauer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 4 WpÜG Rz 36.

<sup>1551</sup> *Giesberts*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 4 Rz 81.

<sup>1552</sup> *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1400).

<sup>1553</sup> *Ihrig*, ZHR 167 (2003) 315 (337).

<sup>1554</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 338.

<sup>1555</sup> Bescheid ÜbK vom 14.1.2005 – GZ 2004/3/13-175.

werden (§ 34 Abs 3 ÜbG); zugleich werden dem rechtswidrig handelnden Bieter auch Hinweise gegeben, wie das Ruhen der Stimmrechte wieder aufgehoben werden kann. So kann ein Rücktrittsrecht für die annehmenden Aktionäre in Frage kommen, wenn das Angebot zu positiv formuliert war; bei zu negativer Information kann das Angebot neuerlich zur Annahme geöffnet werden<sup>1556</sup>. Entgegen dem Wortlaut des § 34 Abs 3 ÜbG ist eine Aufhebung dieser Sanktion auch ohne Bedingung oder Auflagen möglich, namentlich wenn ein zuvor gesetzwidriges Angebot in gesetzeskonformer Weise abgeändert wurde<sup>1557</sup>. Die Zielgesellschaft ist jedoch nicht Partei, wenn die Gesetzmäßigkeit des Preises (§ 26 Abs 5 ÜbG) in Frage steht (§ 33 Abs 2 Z 3 ÜbG); die Antragslegitimation ist eingeschränkt, weil die Gesetzmäßigkeit des Angebotspreises aus Gründen der Rechtssicherheit rasch geklärt werden soll<sup>1558</sup>.

#### **10.4 Ergebnis**

Nach deutschem Recht liegt es in der Hand des Vorstands einer Zielgesellschaft, die Annahmefrist auf 10 Wochen zu verlängern (§ 16 Abs 3 WpÜG); hierzu bedarf es lediglich der Einberufung einer Hauptversammlung, sofern dies im Interesse der Aktionäre liegt. Nach österreichischem Recht kann die Übernahmekommission die Annahmefrist in einer Bandbreite von drei bis sechs Wochen festlegen, was jedoch die glaubhafte Begründung der Notwendigkeit voraussetzt (§ 19 Abs 1 ÜbG). Insofern kann der Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahmesituation Zeit gewinnen, um Abwehrmaßnahmen bis hin zur Suche nach einem „weißen Ritter“ in die Wege zu leiten.

Nach hM kann in Deutschland wie in Österreich von einer Zielgesellschaft gegen Entscheidungen der BaFin/Übernahmekommission rechtlich nicht vorgegangen werden. „Das Übernahmeverfahren läuft aus der Perspektive Dritter daher nahezu im rechtsfreien Raum ab“<sup>1559</sup>. Ob dies im Hinblick auf den grundgesetzlichen Justizgewährungsanspruch verfassungskonform ist, wäre höchstrichterlich noch festzustellen.

Gegen ein mangelhaftes Übernahmeangebot kann seitens der Zielgesellschaft grundsätzlich nur nach Ablauf der Annahmefrist rechtlich interveniert werden. Für eine frühere Intervention fehlt es bereits an der Beteiligtenstellung, die sich allenfalls durch Hinzuziehung nach § 13 VwVfG ergeben kann. Die Anfechtungsbeschwerde kann gegen Ausnahmegenehmigungen

---

<sup>1556</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 335.

<sup>1557</sup> *Huber in Huber*, Übernahmegesetz § 34 Rz 44.

<sup>1558</sup> *Gall in Huber*, Übernahmegesetz § 33 Rz 3.

<sup>1559</sup> *Schnorbus*, WM 2003, 657 (664).

zugunsten des Bieters eingesetzt werden, nicht aber um gegen ein mangelhaftes Übernahmeangebot vorzugehen. Drittrechtsschutz ist im Übernahmeverfahren weitgehend ausgeschlossen. Sofern die Gesellschaft durch die Übernahme geschädigt ist, können zivilrechtliche Ansprüche geltend gemacht werden. Nach österreichischem Recht ist ein gesetzliches Nachprüfungsverfahren (§ 33 ÜbG) vorgesehen, um die Einschränkungen des Rechtsschutzes während des Übernahmeverfahrens auszugleichen. Allerdings können bei einem nicht gesetzeskonformen Pflichtangebot die Stimmrechte des Bieters durch die Aufsichtsbehörde ruhend gestellt werden (§ 59 WpÜG/§ 34 ÜbG), was dem Vorstand der Zielgesellschaft zusätzliche Handlungsspielräume eröffnen kann.

Die Zielgesellschaft kann Drittrechtsschutz lediglich unter Anführung der Mindermeinung geltend machen, was trotz einer gefestigten hM nicht völlig aussichtslos erscheint. Schon die Durchführung eines Verfahrens kann wegen eines möglichen Zeitgewinns die Übernahmeabwehr unterstützen. Bei obsiegendem Urteil könnte der Bieter veranlasst sein, sein Angebot zurückzuziehen. Folgt der Vorstand der hM, so werden Rechtsmittel nicht eingelegt. Dann kann der Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft nur die Verlängerung der Annahmefrist auf zehn Wochen durch Einberufung einer Abwehrhauptversammlung einsetzen, um Zeit für die Organisation der Übernahmeabwehr zu gewinnen. Ist ein rechtliches Vorgehen gegen die Übernahme nicht (mehr) möglich, so kann der Vorstand sein Amt niederlegen<sup>1560</sup>. Gegen Gesetzesverstöße nach Abschluss des Übernahmeverfahrens können zivilrechtliche Ansprüche geltend gemacht werden.

---

<sup>1560</sup> Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1400).

## 11 Haftungen und Sanktionen

Da eine feindliche Übernahme für den Vorstand einer Zielgesellschaft eine außergewöhnliche Situation unter dem Druck enger Fristen ist, besteht in erhöhtem Maße die Gefahr, dass Entscheidungen getroffen werden, die Haftungstatbestände erfüllen oder gar strafrechtlich sanktioniert werden. Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr werden hierdurch begrenzt; der Vorstand muss auch die persönlichen Risiken bei der Abwägung der zu treffenden Entscheidungen berücksichtigen. Die Frage nach Haftungen und Sanktionen stellt sich selbstverständlich auch außerhalb einer Übernahme-situation; im Folgenden sollen auch die Risiken beschrieben werden, die bei der Errichtung von Übernahmebarrieren, statuarischen Übernahmehindernissen und präventiven Abwehrmaßnahmen bestehen.

### 11.1 *Unzulässige repressive Abwehrmaßnahmen*

Ergreift der Vorstand Abwehrmaßnahmen, so können sich Haftungen aus einer nicht eingeholten Zustimmung der Hauptversammlung (§ 12 ÜbG/§ 33a WpÜG) oder aus Sorgfaltspflichtverletzungen bei Anwendung der Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 WpÜG ergeben.

#### 11.1.1 **Fehlende Zustimmung der Hauptversammlung**

Da nach § 12 ÜbG und - bei entsprechender Optierung - nach § 33a WpÜG Abwehrmaßnahmen nur dann zulässig sind, wenn diese von der Hauptversammlung beschlossen wurden, setzt sich der Vorstand nach § 93 dAktG/§ 84 öAktG der Haftung gegenüber der Gesellschaft aus, wenn die Zustimmung der Hauptversammlung hierzu nicht eingeholt wurde. Der Vorstand haftet gegenüber der Gesellschaft, wenn die aktienrechtlichen Sorgfaltspflichten verletzt werden<sup>1561</sup>. Ob eine Pflichtverletzung vorliegt, richtet sich nach der Übung des redlichen Verkehrs unter Zugrundelegung der besonderen Verhältnisse der Gesellschaft<sup>1562</sup>. Jedenfalls ist die Sicherung des Fortbestandes und der dauerhaften Rentabilität des Unternehmens die vorrangige Pflicht des Vorstands<sup>1563</sup>, für den als Treuhänder fremder Vermögensinteressen eine erhöhte Sorgfaltspflicht, aber keine

---

<sup>1561</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 1; *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 101.

<sup>1562</sup> *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 95.

<sup>1563</sup> *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 70 Rz 11; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 76 Rz 13.

Erfolgshaftung besteht<sup>1564</sup>. Trotz einzelner Formulierungsunterschiede in § 93 dAktG und § 84 öAktG ist von einer übereinstimmenden Rechtslage auszugehen<sup>1565</sup>.

Unbestritten gehört zu den Sorgfaltspflichten auch die Beachtung der Rechtsordnung<sup>1566</sup>. Wird daher die gesetzlich erforderliche Zustimmung der Hauptversammlung zu Abwehrmaßnahmen nicht eingeholt, so liegt ein Verstoß gegen die Kompetenzordnung vor<sup>1567</sup>. Der Vorstand kann sich nicht darauf berufen, dass die Abwehrmaßnahme unter Verzicht auf Ratifizierung durch die Hauptversammlung im Interesse der Gesellschaft lag und es sich somit um eine „nützliche“ Gesetzesverletzung handelt<sup>1568</sup>. Diese Frage betrifft einen Gesetzesverstoß im Außenverhältnis, der - trotz möglicher Nützlichkeit für die Gesellschaft - nach hM die Sorgfaltspflichten verletzt<sup>1569</sup>. Eine Pflichtverletzung ist nur dann nicht anzunehmen, wenn der Vorstand mit der Übernahme eine besondere Gefährdung der Gesellschaft („Extremfälle“) annehmen muss<sup>1570</sup>.

Grundsätzlich haftet der Vorstand gegenüber der Gesellschaft für den Schaden, der durch unzulässige Abwehrmaßnahmen entsteht, wenn die objektiv pflichtwidrige Handlung ursächlich für den Schaden der Gesellschaft ist<sup>1571</sup>. Ein Schaden der Gesellschaft kann sich aus den Aufwendungen für die rechtswidrige Übernahmeabwehr (zB Beratungskosten) ergeben<sup>1572</sup>. In Betracht kommt auch ein Verstoß gegen die Vermögensbetreuungspflicht, etwa wenn ein Vermögensgegenstand unter Preis veräußert wird<sup>1573</sup>. Besteht der Vorstand aus mehreren Mitgliedern, so gilt grundsätzlich Solidarhaftung; wurde die Ressortverteilung

---

<sup>1564</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 24 (25); *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 95.

<sup>1565</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 299.

<sup>1566</sup> *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 95.

<sup>1567</sup> *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch § 7 Rz 10; *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 87.

<sup>1568</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 21; *Leupold/Ramharter*, Nützliche Gesetzesverletzungen - Innenhaftung der Geschäftsleiter wegen Verletzung der Legalitätspflicht? GesRZ 2009, 253; *Torggler*, Von Schnellschüssen, nützlichen Gesetzesverletzungen und spendablen Aktiengesellschaften - Zum Ermessensspielraum bei der gesellschaftsrechtlichen Organhaftung, wbl 2009, 168 (171); *Kunz*, Würde die Übernahme des § 93 Abs 1 dAktG in das österreichische Aktienrecht zu mehr Rechtssicherheit in Bezug auf nützliche Gesetzesverletzungen führen? GesRZ 2007, 91.

<sup>1569</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 64; *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 95; für eine Differenzierung nach dem Schutzzweck der übertretenen Norm: *Torggler*, wbl 2009, 168.

<sup>1570</sup> Siehe unter 9.3.3 und 9.4.4.

<sup>1571</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 20.

<sup>1572</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 242; *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 87; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (16); *Ekkenga* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 36; *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § 33 Rz 309; *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 159; *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 37; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG § 33 Rz 87; *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 42.

<sup>1573</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 57.

(auch) vom Aufsichtsrat beschlossen, haftet in erster Linie das ressortzuständige Vorstandsmitglied<sup>1574</sup>.

### 11.1.2 Nichtvorliegen der Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 WpÜG

Der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft ist jedoch bei Maßnahmen der Übernahmeabwehr nicht auf die Zustimmung der Hauptversammlung angewiesen, er kann auch von den Ausnahmetatbeständen nach § 33 Abs 1 WpÜG Gebrauch machen. Zu den Maßnahmen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft vorgenommen hätte, gehört auch die Fortführung einer bereits eingeschlagenen Unternehmensstrategie. Sich daraus ergebende Maßnahmen können durchaus eine Übernahme verhindern oder erschweren: die Gesellschaft kann zB Unternehmen erwerben, die dem Bieter kartellrechtliche Probleme bereiten, oder Vermögenswerte veräußern, die für den Bieter besonders attraktiv sind. Soweit mit solchen Maßnahmen nicht gegen das aktienrechtliche Schädigungsverbot oder die Pflicht zur Wahrung des Unternehmensinteresses verstoßen wird, besteht nur ein geringes Haftungsrisiko für den Vorstand. Da Maßnahmen zur Fortführung einer Strategie im Ermessen des Vorstands liegen, besteht ein weiter unternehmerischer Spielraum. Nach der Rechtsprechung des BGH<sup>1575</sup>, die von der hM in der Literatur geteilt wird<sup>1576</sup>, ist zu berücksichtigen, dass unternehmerische Entscheidungen immer mit Unsicherheiten behaftet sind<sup>1577</sup>, so dass nicht jede Fehleinschätzung oder „falsche“ Entscheidung bei einer ex ante-Betrachtung<sup>1578</sup> zu einer Pflichtverletzung führt; eine Sorgfaltspflichtverletzung ist nur gegeben, wenn die Grenzen innerhalb derer ein verantwortliches und ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes und wohl überlegtes unternehmerisches Handeln deutlich überschritten sind. In Fragen der Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit steht dem Vorstand nach der Rechtsprechung des BGH ein weiter unternehmerischer und somit unüberprüfbarer Handlungsspielraum zu, da unternehmerisches Handeln auch das bewusste Eingehen von geschäftlichen Risiken sowie die Gefahr von Fehlern beinhaltet<sup>1579</sup>.

---

<sup>1574</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 131; Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 104; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 306 (318).

<sup>1575</sup> BGHZ 135, 244 „ARAG-Garmenbeck“ = ZIP 1997, 883 = NJW 1997, 1926.

<sup>1576</sup> Krieger, Organpflichten und Haftung in der AG, in Krieger/Schneider, Handbuch Managerhaftung (2007) § 3 Rz 8; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 4a; Hopt, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 76 Rz 81; Paefgen, Dogmatische Grundlagen, Anwendungsbereich und Formulierung einer Business Judgment Rule im künftigen UMAG, AG 2004, 245; Lutter, Die Business Judgment Rule und ihre praktische Anwendung, ZIP 2007, 841.

<sup>1577</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 36.

<sup>1578</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 24; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 303.

<sup>1579</sup> BGHZ 135, 244 (253).

Nach einer Mindermeinung soll jedoch dieser weite unternehmerische Ermessensspielraum in einer konkreten Übernahmesituation nicht bestehen<sup>1580</sup>. Voraussetzung für einen weiten Ermessensspielraum wäre das Fehlen eines Interessenkonflikts - wobei es schon ausreicht, dass sich nur ein Vorstandsmitglied in einem Interessenkonflikt befindet<sup>1581</sup> -, der jedoch bei einer feindlichen Übernahme unterstellt werden kann<sup>1582</sup>. Insofern könnte durch die Einräumung eines weiten Ermessensspielraums das Verhinderungsverbot ausgehöhlt werden<sup>1583</sup>, was der Gesetzgeber so nicht gewollt habe<sup>1584</sup>. Der weite Ermessensspielraum könne daher nur zur Verfügung stehen, wenn der Vorstand im Einzelfall eine vermutete Interessenkollision widerlegen könne<sup>1585</sup>.

Hiergegen ist einzuwenden, dass bei Fortführung des Tagesgeschäfts oder der weiteren Verfolgung einer bestehenden Unternehmensstrategie ein Interessenkonflikt nicht eintreten kann, da derartige Maßnahmen nicht durch ein Übernahmeangebot veranlasst sein können<sup>1586</sup>. Deshalb wird überwiegend für die Ausnahmeregelung „ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter“ ein weites unternehmerisches Ermessen anerkannt<sup>1587</sup>, was sich schon daraus ergebe, dass der Pflichtenmaßstab nach § 33 Abs 1 S 2 WpÜG dem des Vorstands einer nicht einem Übernahmeangebot ausgesetzten Gesellschaft entsprechen soll („Ausblendungslösung“)<sup>1588</sup>. Für diese Auffassung spricht auch, dass die von der Rechtsprechung herausgearbeiteten Grundsätze über die Sorgfaltspflichten durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) kodifiziert wurden<sup>1589</sup>. Nach § 93 Abs 1 S 2 dAktG liegt eine Pflichtverletzung nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohl der Gesellschaft zu handeln. Diese Regelung ist der US-amerikanischen Business Judgment Rule vergleichbar, die

---

<sup>1580</sup> Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG § 33 Rz 185; Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (9); Hopt, ZHR 166 (2002), 428; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 29; Hirte, ZGR 2002, 623 (642).

<sup>1581</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (9).

<sup>1582</sup> Hopt, ZGR 1993 534 (546); Krause, BB 2002, 1053 (1058).

<sup>1583</sup> Bayer, ZGR 2002, 588 (615).

<sup>1584</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (9); Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (733).

<sup>1585</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (11).

<sup>1586</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (6).

<sup>1587</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 26; Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 89; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 83; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 69.

<sup>1588</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 89.

<sup>1589</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 36; dazu auch: Koch/Dinkel, Die zivilrechtliche Haftung von Vorständen für unternehmerische Entscheidungen - Die geplante Kodifizierung der Business Judgment Rule im Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts, NZG 2004, 441; Weiss/Buchner, Wird das UMAG die Haftung und Inanspruchnahme der Unternehmensleiter verändern? WM 2005, 162.

abgewandelt in die Haftungskonzeption des § 93 dAktG eingepasst wurde<sup>1590</sup>. Im Unterschied zum „amerikanischen Vorbild liegt hier eine unwiderlegliche Vermutung vor“<sup>1591</sup>, so dass bei Vorliegen der Voraussetzungen nach § 93 Abs 1 S 2 dAktG eine Pflichtverletzung nicht in Betracht kommt<sup>1592</sup>. Demzufolge weicht auch die Beweislastverteilung nach deutschem Recht von der US-amerikanischen Business Judgment Rule ab, nach der rechtmäßiges Verhalten der Organmitglieder widerleglich vermutet wird und den Kläger die Beweislast für die Widerlegung der Vermutung trifft<sup>1593</sup>. Nach einer neueren Auffassung in der Literatur sollen Vorstandsmitglieder auch hinsichtlich der Beweislastverteilung in der Weise besser gestellt werden, wie dies der US-amerikanischen Business Judgment Rule entspricht<sup>1594</sup>, da ansonsten der „unternehmerische Wagemut der Verwaltungsorgane über Gebühr (ge-)hemmt“ werde<sup>1595</sup>. Dies berücksichtigt aber nicht, dass für Vorstandsentscheidungen schon durch die unwiderlegliche Vermutung nach § 93 Abs 1 S 2 dAktG Sicherheit geschaffen wird<sup>1596</sup>; eine weitere Erleichterung bei der Beweislast würde im Ergebnis eine Haftungsinanspruchnahme unwahrscheinlich machen.

Daher muss die Gesellschaft darlegen und beweisen, dass ein Schaden durch ein adäquat kausales Verhalten des Vorstands entstanden ist, der grundsätzlich als pflichtwidrig in Betracht kommt<sup>1597</sup>. Die Darlegungs- und Beweislast für das pflichtgemäße und nicht schuldhaftes Verhalten trifft nach § 93 Abs 2 S 2 dAktG das Vorstandsmitglied<sup>1598</sup>. Nach hM ist § 93 Abs 1 S 2 dAktG bei der Entscheidung über Abwehrmaßnahmen anzuwenden<sup>1599</sup> - nicht aber bei einem Gesetzesverstoß<sup>1600</sup> -, so dass dem Vorstand bei der Ausnahmeregelung „ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter“ der weite unternehmerische Ermessensspielraum verbleibt.

---

<sup>1590</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 4a; „legal transplant“: Peter Doralt/Walter Doralt, Rechtsvergleichung und Rezeption in der Managerhaftung, Festschrift für Helmut Koziol zum 70. Geburtstag (2010) 565 (573).

<sup>1591</sup> Peter Doralt/Walter Doralt, FS Koziol (2010) 565 (577).

<sup>1592</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 4d.

<sup>1593</sup> American Law Institute, Principles of Corporate Governance § 4.01, Comment at 144, 187, in Block/Barton/Radin, The Business Judgment Rule 106.

<sup>1594</sup> Paefgen, Die Darlegungs- und Beweislast bei der Business Judgment Rule, NZG 2009, 891.

<sup>1595</sup> Paefgen, NZG 2009, 891 (896).

<sup>1596</sup> BegrRegE-UMAG BT-Dr 15/5092 12.

<sup>1597</sup> BGHZ 152, 280 (284); Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 168; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 16.

<sup>1598</sup> BegrRegE UMAG BT-Dr 15/5092 11; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 16.

<sup>1599</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 26; Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 89; Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 83; Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 69.

<sup>1600</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 21.

Anders aber ist es, wenn der Vorstand Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrates ergreifen will, insbesondere wenn - wie teilweise in der Literatur befürwortet<sup>1601</sup> - hierdurch die Ausnutzung allgemeiner Ermächtigungen durch die Hauptversammlung zulässig sein soll. Dann nämlich können auch Maßnahmen getroffen werden, die „unmittelbar durch das Übernahmeangebot veranlasst sind“<sup>1602</sup>, wobei auch ein Strategiewechsel möglich wäre. Angesichts weit reichender Folgen stellt sich hier mit besonderer Schärfe die Frage, ob ein weiter unternehmerischer Ermessensspielraum gegeben ist<sup>1603</sup>. Werden nämlich in einer Übernahmesituation mit Zustimmung des Aufsichtsrates Abwehrmaßnahmen getroffen, so dürfte ein Eigeninteresse des Vorstands anzunehmen sein. Dann aber greift die Haftungserleichterung nach § 93 Abs 1 S 2 dAktG nicht, auch wenn das Gesetz nicht ausdrücklich auf das Nichtvorhandensein von Eigeninteressen Bezug nimmt. Diese „legistische Schwäche“<sup>1604</sup> wird aber insoweit kompensiert, als ein Handeln zum Wohl der Gesellschaft verneint wird, soweit Eigeninteressen bestehen<sup>1605</sup>. Deshalb steht dem Vorstand grundsätzlich der weite Ermessensspielraum nur zu, wenn die Abwehrmaßnahme frei von Interessenkonflikten zum Wohle der Gesellschaft getroffen wird<sup>1606</sup>. Diese Voraussetzung muss nicht objektiv gegeben sein<sup>1607</sup>, es reicht aus, wenn das Vorstandsmitglied dies gutgläubig annahm<sup>1608</sup>. Lässt sich ein Interessenkonflikt aber konkretisieren<sup>1609</sup>, etwa dadurch, dass bereits Aktionärsvertreter die Ablösung des Vorstands öffentlich verlangt haben oder die Gesellschaft durch Verschulden des Vorstands in eine Schieflage geraten ist, dann muss der Vorstand darlegen können, dass ein konkreter Interessenkonflikt bei Umsetzung der Maßnahme nicht bestanden hat<sup>1610</sup>. Darüber hinaus sollte ein qualifiziertes Unternehmensinteresse für die Übernahmeabwehr bestehen und in der Abwägung dem Aktionärsinteresse ein erhebliches Gewicht zukommen<sup>1611</sup>.

### 11.1.3 Haftung gegenüber Aktionären

Die Aktionäre können einen Unterlassungsanspruch gegen Abwehrmaßnahmen geltend machen, wenn der Vorstand die allgemeine aktienrechtliche Kompetenzordnung zu Lasten der

---

<sup>1601</sup> siehe unter Abschnitt 9.4.2.1.

<sup>1602</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 27.

<sup>1603</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 29; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (9); *Hirte*, ZGR 2002, 623 (642).

<sup>1604</sup> *Peter Doralt/Walter Doralt*, FS Koziol (2010) 565 (578).

<sup>1605</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 4g.

<sup>1606</sup> *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 4f.

<sup>1607</sup> so aber *Hopt/Roth*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § 93 Abs 1 S 2, 4 n.F. Rz 41.

<sup>1608</sup> *Mertens/Cahn*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 27; *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 4e.

<sup>1609</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (9).

<sup>1610</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 70; *von Falkenhausen*, NZG 2007, 97 (98).

<sup>1611</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (10).

Hauptversammlung verletzt hat<sup>1612</sup>. Ferner können die Aktionäre nach § 147 dAktG/§ 134 öAktG<sup>1613</sup> die Geltendmachung von Ansprüchen gegen Vorstandsmitglieder durch einfachen Mehrheitsbeschluss der Hauptversammlung erzwingen<sup>1614</sup>; unter den Voraussetzungen des § 134 Abs 1 öAktG kann auch eine Minderheit von Aktionären (10 oder 5%) die Geltendmachung verlangen<sup>1615</sup>. Aktionäre, die einen Mindestanteilsbesitz (1%) auf sich vereinen, haben nach § 148 dAktG die Möglichkeit des Klagezulassungsverfahrens für eine Klage in Prozessstandschaft<sup>1616</sup>.

Eigene Ansprüche können die Aktionäre nicht nach § 93 dAktG/§ 84 öAktG geltend machen<sup>1617</sup>. Allerdings ergibt sich aus § 117 dAktG/§ 100 öAktG für die Aktionäre ein eigenständiger Haftungsanspruch<sup>1618</sup>, etwa wenn der Vorstand den Aufsichtsrat zu schädigendem Verhalten anstiftet (§ 117 Abs 2 dAktG/§ 100 Abs 2 öAktG)<sup>1619</sup>. Der Ersatzanspruch der Gesellschaft kann auch von den Gläubigern geltend gemacht werden (§ 117 Abs 5 dAktG/§ 101 öAktG).

Deliktische Ansprüche der Aktionäre gegenüber der Gesellschaft können nicht auf § 823 Abs 1 BGB gestützt werden, da mit der Übernahmeabwehr zwar das Vermögen, nicht aber die Mitgliedschaftsstellung als absolut geschütztes Recht betroffen ist<sup>1620</sup>. Eine Haftung kommt nur in Betracht, wenn der Vorstand durch die Abwehrmaßnahme in die Kompetenz der Hauptversammlung - etwa bei „Holzmüller“-Sachverhalten<sup>1621</sup> - eingreift, da dies die nach § 823 Abs 1 BGB geschützten Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre verletzen kann.

Schadenersatzansprüche der Aktionäre können sich aus der Verletzung eines Schutzgesetzes (zB § 153 öStGB) oder aus absichtlicher sittenwidriger Schädigung ergeben (§ 826 BGB/§ 1295 Abs 2 ABGB)<sup>1622</sup>. Ob das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot als Schutzgesetz

---

<sup>1612</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 128; hM.

<sup>1613</sup> Nach AktRÄG 2009 nunmehr „Verpflichtung zur Geltendmachung“.

<sup>1614</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 1; Strasser in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 105.

<sup>1615</sup> Bydlinski/Potyka in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 134 Rz 6.

<sup>1616</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 1; Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 148 Rz 1.

<sup>1617</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 93 Rz 19; Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 263; Strasser in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 101.

<sup>1618</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 117 Rz 97.

<sup>1619</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 117 Rz 18.

<sup>1620</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 245; Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 141.

<sup>1621</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 240; Schwennicke in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 82; Noack in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 42.

<sup>1622</sup> Ekkenga in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 37; van Aubel, Vorstandspflichten 133 (FN 99).

(§ 823 Abs 2 BGB/§ 1311 ABGB) herangezogen werden kann, ist umstritten<sup>1623</sup>. Für die Annahme eines Schutzgesetzes spricht, dass das Verhinderungsverbot „schlicht als Pflicht des Vorstandes gegenüber den Aktionären zu verstehen“ ist<sup>1624</sup>. Die hM in Deutschland verneint den Schutzgesetzcharakter von § 33 WpÜG<sup>1625</sup> - auch bezüglich des Bieters<sup>1626</sup>; da der Gesetzgeber der Zielgesellschaft die Möglichkeit von Abwehrmaßnahmen eingeräumt habe, müssten sich die Aktionäre mit der jeweiligen Entscheidung und ihren Folgen abfinden<sup>1627</sup>. Nur eine Mindermeinung, die § 33 WpÜG als Kompetenznorm interpretiert, sieht folgerichtig hierin ein Schutzgesetz<sup>1628</sup>.

Da § 12 ÜbG eine Kompetenznorm ist, ist nach hM in Österreich das Verhinderungsverbot ein Schutzgesetz für die Aktionäre<sup>1629</sup>, nicht aber für den Bieter<sup>1630</sup>. Ersatzfähig ist der Schaden, der dem Aktionär aus der unzulässigen Abwehrmaßnahme entsteht, also zB der entgangene Verkaufserlös<sup>1631</sup>. Insofern ist eine Haftung gegenüber den Aktionären bei einer österreichischen Zielgesellschaft auch bei fahrlässigem Verstoß denkbar. Die Haftung gegenüber einem geschädigten Aktionär trifft jedoch primär die Zielgesellschaft<sup>1632</sup>.

Das WpÜG regelt nicht speziell die Außenhaftung des Vorstands gegenüber Dritten<sup>1633</sup>, was Fragen offen lässt, insbesondere ob der Vorstand auch bei leichter Fahrlässigkeit haftet. Lösungsansätze in der Literatur unter Bezugnahme auf Treuepflichtverletzungen<sup>1634</sup> oder die Grundsätze über die allgemeine zivilrechtliche<sup>1635</sup> oder kapitalmarktrechtliche Prospekthaftung<sup>1636</sup> haben sich bislang nicht durchsetzen können<sup>1637</sup>. Um dem unstreitig

---

<sup>1623</sup> dafür: *Hirte*, ZGR 2002, 623 (655); *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 159; *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 36; *van Aubel*, Vorstandspflichten 128; *Thaeter*, NZG 2001, 789 (791); dagegen: *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 84 (88); *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 59; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (16).

<sup>1624</sup> *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 142; Schutzrecht ist die „Entscheidungsfreiheit des einzelnen Aktionärs“; *Cahn*, ZHR 167 (2003), 262 (283).

<sup>1625</sup> *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (16); aA *Hirte*, ZGR 2002, 623 (654); *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 142.

<sup>1626</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 239 (248); *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 41.

<sup>1627</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 59; *Bürgers/Holzborn*, ZIP 2002, 2273 (2279).

<sup>1628</sup> *Fleischer/Kalss*, WpÜG 130; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (17); *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 129.

<sup>1629</sup> *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 15 (43).

<sup>1630</sup> *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 45.

<sup>1631</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 240; *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 44.

<sup>1632</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 60.

<sup>1633</sup> *Fleischer/Kalss*, WpÜG 99.

<sup>1634</sup> *van Aubel*, Vorstandspflichten 117 (128).

<sup>1635</sup> *Fleischer/Kalss*, WpÜG 99.

<sup>1636</sup> *Becker*, ZHR 165 (2001) 280 (284); *Hopt*, FS Lutter (2000) 1361 (1399); *Merkt*, ZHR 165 (2001) 224 (246).

<sup>1637</sup> *Ekkenga* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 37.

bestehenden gesetzgeberischen Handlungsbedarf zu begegnen<sup>1638</sup>, sollte im Hinblick auf das hohe Risiko die Haftung des Vorstands analog zu den allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Grundsätzen auf grobe Fahrlässigkeit begrenzt werden<sup>1639</sup>.

#### 11.1.4 Sanktionen bei Verletzung des Verhinderungsverbots

Der vorsätzlich<sup>1640</sup> oder leichtfertig<sup>1641</sup> begangene Verstoß gegen §§ 33 Abs 1 S 1, § 33a Abs 2 S 1 WpÜG<sup>1642</sup> ist eine Ordnungswidrigkeit. Die Bußgeldandrohung reicht bis zu einer Million Euro (§ 60 Abs 3 WpÜG). Die Übernahmekommission kann bei einem Verstoß nach § 12 ÜbG eine Verwaltungsstrafe bis zu 50.000 Euro verhängen (§ 35 Abs 1 Z 2 ÜbG)<sup>1643</sup>. Dieser moderate Strafraum ist auf die Rechtsprechung des VfGH zurückzuführen, der hohe Strafdrohungen bei der Gerichtsbarkeit, nicht aber bei der Übernahmekommission angesiedelt wissen will<sup>1644</sup>. Wenn auch die Abschreckungswirkung der Norm nur gering ist, so dient sie zumindest der Ergänzung der zivilrechtlichen Sanktionen<sup>1645</sup>. Die BaFin ist nicht verpflichtet, die Ordnungswidrigkeit auch tatsächlich zu verfolgen; es gilt das Opportunitätsprinzip<sup>1646</sup>. Nach § 30 Abs 2 ÜbG sind hingegen Verwaltungsübertretungen von Amts wegen zu verfolgen<sup>1647</sup>.

Die BaFin ist nach hM nicht befugt, unzulässige Abwehrmaßnahmen zu untersagen<sup>1648</sup>. Dafür hat sich nur eine Mindermeinung ausgesprochen<sup>1649</sup>; teilweise wird differenziert: sind wegen Marktkapitalisierung und öffentlicher Anteile wesentliche Interessen betroffen, so sollen Maßnahmen der BaFin möglich sein, allerdings nur insoweit als andere Sanktionen nicht ausreichen<sup>1650</sup>. Die Möglichkeiten der Übernahmekommission sind dem vergleichbar, wenn auch in der Aufzählung der Erläuternden Bemerkungen zur Regierungsvorlage zu § 29

---

<sup>1638</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 55 (FN 116); *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 33 Rz 142.

<sup>1639</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 91; *Merkt*, ZHR 165 (2001) 224 (247).

<sup>1640</sup> Begriff nach dStGB: *Altenhain*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 60 Rz 24.

<sup>1641</sup> Entspricht der groben Fahrlässigkeit: *Steinhardt in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 60 Rz 3; *Altenhain*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 60 Rz 31: auch grobe unbewusste Fahrlässigkeit.

<sup>1642</sup> *Steinhardt in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 60 Rz 8; *Möller*, Rechtsmittel und Sanktionen nach dem WpÜG, AG 2002, 170 (175).

<sup>1643</sup> *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 40.

<sup>1644</sup> VfGH 27.9.1989 VfSlg 12.151.

<sup>1645</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 339.

<sup>1646</sup> *Steinhardt in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 61 Rz 2.

<sup>1647</sup> *Gall in Huber*, Übernahmegesetz § 30 Rz 8.

<sup>1648</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 64; *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 252; *Cahn*, ZHR 167 (2003) 262 (282).

<sup>1649</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 167; *Noack in Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 45: im Rahmen der Missbrauchsaufsicht.

<sup>1650</sup> *Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 33 Rz 34.

ÜbG<sup>1651</sup> das Verhinderungsverbot nicht aufgeführt ist. Der Schwerpunkt der Tätigkeit der Übernahmekommission liegt in der Beratung und der gütlichen Beilegung von Meinungsverschiedenheiten<sup>1652</sup>.

## **11.2 Verletzung der Stellungnahmepflicht (§ 27 WpÜG/§ 14 ÜbG)**

Der Vorstand haftet nach § 93 dAktG/§ 84 öAktG, wenn die Stellungnahme nach § 27 WpÜG/§ 14 ÜbG gänzlich unterlassen oder verspätet abgegeben wird. Die Haftung erstreckt sich auch auf eine inhaltlich fehlerhafte Stellungnahme, etwa wenn diese unzutreffende oder irreführende Informationen enthält<sup>1653</sup> und nicht sorgfältig, genau und vollständig ausgearbeitet ist<sup>1654</sup>; gleiches gilt, wenn der Vorstand nicht offen legt, dass ihm der Bieter Vorteile für eine erfolgreiche Übernahme gewähren will<sup>1655</sup>. Allerdings wird die Gesellschaft durch diese Sorgfaltspflichtverletzung im Regelfall nicht geschädigt sein, allenfalls in Form von Ersatzansprüchen Dritter<sup>1656</sup>. Die Organmitglieder können auch die haftungsausfüllende Kausalität bestreiten, so dass eine Haftung ausgeschlossen ist, wenn der Schaden auch bei zutreffender Stellungnahme eingetreten wäre<sup>1657</sup>. Der Vorstand haftet für fehlerhafte Stellungnahmen des Betriebsrates/der Arbeitnehmer<sup>1658</sup> nur dann, wenn die Stellungnahme Fehler enthält, die der Vorstand hätte richtig stellen können<sup>1659</sup>. Der Betriebsrat selbst haftet unter den Voraussetzungen der vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung<sup>1660</sup>.

Aktionäre sind geschädigt, wenn aufgrund vorsätzlich falscher Angaben Aktien unter Wert verkauft werden oder ein angemessenes Angebot nicht angenommen wird<sup>1661</sup>. Ein direkter aktienrechtlicher Anspruch der Aktionäre nach § 117 Abs 1 S 2 dAktG kommt nur infrage, wenn der Vorstand vorsätzlich eine falsche Stellungnahme abgegeben hat, um den Aktionär zu einer ihn schädigenden Entscheidung zu bewegen<sup>1662</sup>. Sofern der Vorstand der Zielgesellschaft in seiner Stellungnahme bewusst fehlerhafte Informationen verbreitet, kommt ein zivilrechtlicher Anspruch der Aktionäre nach § 823 Abs 1 BGB nicht in Betracht, weil

---

<sup>1651</sup> EB RV 1276 BlgNR 20.GP 48.

<sup>1652</sup> Gall in Huber, Übernahmegesetz § 29 Rz 5.

<sup>1653</sup> Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 27 Rz 43; Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 68.

<sup>1654</sup> Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 15.

<sup>1655</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 50.

<sup>1656</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 69.

<sup>1657</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 71.

<sup>1658</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 57.

<sup>1659</sup> Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 27 Rz 43.

<sup>1660</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 57.

<sup>1661</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 104 (FN 547).

<sup>1662</sup> Schwennicke in Geibel/Süßmann, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 52.

kein absolutes Recht verletzt ist und auch Mitgliedschaftsrechte nicht berührt sind<sup>1663</sup>. Ein Schadensersatzanspruch kann nach § 826 BGB gegeben sein, wenn der Vorstand durch eine bewusst unrichtige Stellungnahme die Wertpapierinhaber täuscht und zu einer unzutreffenden Beurteilung des Angebots veranlasst<sup>1664</sup>. Anspruchsberechtigt ist in diesem Fall auch der Bieter<sup>1665</sup>. Eine vorsätzliche sittenwidrige Schädigung durch den Vorstand muss sich die Zielgesellschaft nach § 31 BGB zurechnen lassen<sup>1666</sup>.

Bei strafbarem Verhalten besteht eine Haftung nach §§ 823 Abs 2 BGB, wobei die §§ 263, 266 dStGB als Schutzgesetze herangezogen werden können. § 400 dAktG kommt nur dann als Schutzgesetz in Betracht, wenn die Stellungnahme als „Darstellung“ der Gesellschaft anzusehen ist; dies dürfte zu verneinen sein, da nicht der Eindruck bestehen kann, es würde umfassend über den Vermögensstand der Gesellschaft berichtet<sup>1667</sup>. § 27 WpÜG ist nach hM kein Schutzgesetz zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft, an die sich das Angebot richtet<sup>1668</sup>. Nur eine Mindermeinung in der Literatur erkennt § 27 WpÜG als Schutzgesetz an und räumt den Aktionären entsprechende Schadenersatzansprüche ein<sup>1669</sup>. Dem steht aber entgegen, dass mit dieser Vorschrift kein Vermögensschutz verbunden ist<sup>1670</sup>.

Anders als nach deutschem Recht wird für § 14 Abs 1, 3 ÜbG der Schutzgesetzcharakter bejaht, so dass als Anspruchsgrundlage auch § 1311 S 2 ABGB - selbstverständlich auch in Verbindung mit § 255 öAktG - in Betracht kommt<sup>1671</sup>. Damit besteht eine persönliche Haftung des Vorstands gegenüber den Aktionären, so dass auch reine Vermögensschäden ersatzpflichtig sein können<sup>1672</sup>. Eine Haftung des Vorstands kann auch mit der Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Sonderbeziehung begründet werden, die im Grenzbereich von Vertrags- und Deliktshaftung liegt<sup>1673</sup>. Obwohl die Pflichten aus § 14 ÜbG von den

---

<sup>1663</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 80; *Harbarth in Baums/Thoma*, WpÜG § 27 Rz 140.

<sup>1664</sup> *Schwennicke in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 53.

<sup>1665</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 83.

<sup>1666</sup> *Noack in Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 36.

<sup>1667</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 82; *Friedl*, NZG 2004, 448 (451).

<sup>1668</sup> *Harbarth in Baums/Thoma*, WpÜG § 27 Rz 142; *Schwennicke in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 51; *Krause/Pötzsch in Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG § 27 Rz 150; *Bürgers/Holzborn*, ZIP 2003, 2273 (2279); *Friedl*, NZG 2004, 448 (450).

<sup>1669</sup> *Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 27 Rz 44; *Lutter/Krieger*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats<sup>4</sup> (2002) Rz 864; *Noack in Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 34; *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 92.

<sup>1670</sup> *Friedl*, NZG 2004, 448 (450); *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 81.

<sup>1671</sup> *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 99 Rz 42; *Strasser in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 101.

<sup>1672</sup> *Huber/Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 24.

<sup>1673</sup> *Huber/Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 24; *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 85.

Gesellschaftsorganen zu erfüllen sind<sup>1674</sup>, haftet grundsätzlich die Zielgesellschaft im Sinne der Repräsentantenhaftung nach allgemeinen schadenersatzrechtlichen Grundsätzen<sup>1675</sup>.

Teilweise wird in der Literatur auch die Auffassung vertreten, dass eine Haftung auf Grund börsengesetzlicher Prospekthaftung (§ 44 dBörseG/§ 11 KMG) gegeben sein könnte, wobei die Stellungnahmepflicht, die für die Anlageentscheidung der Aktionäre ausschlaggebend sei, kapitalmarktrechtlich begründet wird<sup>1676</sup>. Allerdings ist die Stellungnahme kein Prospekt im Sinne des Börsengesetzes. Diese Vorschriften können - ebenso wie § 12 WpÜG<sup>1677</sup> - nicht analog herangezogen werden, da der Gesetzgeber das Problem der Haftung für die Stellungnahme bewusst nicht geregelt habe<sup>1678</sup> und es somit an einer planwidrigen Regelungslücke fehlt<sup>1679</sup>. Auch eine zivilrechtliche Prospekthaftung<sup>1680</sup> scheidet aus, da die Stellungnahme nur der Erläuterung des Angebots des Bieters dient und sich an dessen Angaben orientiert. Dagegen erhebt sie nicht den Anspruch, eine vollständige Darstellung des Vorstands oder Aufsichtsrats über die wesentlichen Umstände einer möglichen Annahme des Übernahmeangebots zu vermitteln<sup>1681</sup>. Soweit eine zivilrechtliche Prospekthaftung angenommen wird, soll jedoch im Hinblick auf die Verantwortlichkeit des Bieters nach § 12 WpÜG die Haftung auf grobe Fahrlässigkeit beschränkt werden<sup>1682</sup>. Gegen eine schärfere Haftung für den Inhalt der Stellungnahme<sup>1683</sup> spricht, dass sich der Vorstand unter Zeitdruck befindet und dann unter haftungsrechtlichen Gesichtspunkten auf eine detaillierte Stellungnahme verzichten würde<sup>1684</sup>.

Nach § 60 WpÜG wird die Zuwiderhandlung gegen die Pflicht nach § 27 Abs 3 S 1 WpÜG mit einer Geldbuße bis zu 500.000 Euro, bei Zuwiderhandlung gegen die Übermittlungspflicht nach § 27 Abs 3 S 2 WpÜG mit bis zu 200.000 Euro geahndet<sup>1685</sup>. Die Beachtung des Objektivitätsgebots unterliegt ebenfalls der Kontrolle der

---

<sup>1674</sup> *Winner*, Zielgesellschaft 69.

<sup>1675</sup> *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 24.

<sup>1676</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 27; *Noack* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 27 WpÜG Rz 34; *Ekkenga* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § 27 Rz 44.

<sup>1677</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 27.

<sup>1678</sup> *Fuchs* in *Fleischer*, Handbuch § 22 Rz 101.

<sup>1679</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 76; *Friedl*, NZG 2004, 448 (453).

<sup>1680</sup> dagegen: *Harbarth* in *Baums/Thoma*, WpÜG § 27 Rz 139; *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 78; dafür: *Röh*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 27 Rz 86; *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 27 WpÜG Rz 16.

<sup>1681</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 56; *Friedl*, NZG 2004, 448 (453).

<sup>1682</sup> *Wackerbarth*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 27 WpÜG Rz 16; *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 56: „Waffengleichheit“.

<sup>1683</sup> so aber *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 (249).

<sup>1684</sup> *Schwennicke* in *Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 56.

<sup>1685</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 64.

Übernahme Kommission<sup>1686</sup>. Verletzt der Vorstand die Pflicht zur Stellungnahme nach § 14 ÜbG, so kann eine Verwaltungsübertretung nach § 35 Abs 1 Z 3 ÜbG vorliegen<sup>1687</sup>. Die Strafdrohung reicht von 5.000.- bis 50.000.- Euro (§ 35 Abs 2 ÜbG).

Aufsichtsrechtlich kann die BaFin wegen Verstößen gegen Veröffentlichungspflichten im Rahmen der Missstandsaufsicht nach § 4 Abs 1 WpÜG vorgehen, etwa wenn der Vorstand seiner Stellungnahmepflicht nicht rechtzeitig nachkommt<sup>1688</sup>. Gleiche Möglichkeiten stehen der Übernahme Kommission zu, wobei der Schwerpunkt der Tätigkeit bei der Beratung liegt.

### **11.3 Unzulässige Werbung**

Ein typischer Haftungsfall nach § 93 dAktG/§ 84 öAktG läge vor, wenn durch unvertretbar kostspielige Werbemaßnahmen eine feindliche Übernahme abgewehrt werden soll<sup>1689</sup>. Bei informationeller Fehlleistung haftet der Vorstand aus allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen<sup>1690</sup>. Ein deliktischer Schadensersatzanspruch der Aktionäre kommt nicht in Betracht, da durch unzulässige Werbung nicht in die Mitgliedschaftsrechte eingegriffen wird<sup>1691</sup> und § 28 WpÜG nicht als Schutzgesetz herangezogen werden kann<sup>1692</sup>.

Gegen unzulässige Werbung kann zunächst die BaFin im Rahmen der Missstandsaufsicht einschreiten und eine Untersagung verfügen (§ 28 WpÜG), insbesondere wenn es sich um unlautere Werbung handelt<sup>1693</sup>, die geeignet ist, die Funktionsfähigkeit und Vertrauenswürdigkeit des Kapitalmarkts zu gefährden. Auf Verlangen der Übernahme Kommission besteht eine Pflicht zur Richtigstellung (§ 18 ÜbG), auch kann die Übernahme Kommission durch eine eigene Stellungnahme für eine Klarstellung sorgen<sup>1694</sup>.

### **11.4 Maßnahmen der Übernahmephylaxe**

Ist bei Maßnahmen der Übernahmephylaxe das Unternehmensinteresse gewahrt, sind die Aktionärsinteressen im Sinne einer Neutralitätspflicht angemessen und gleich berücksichtigt und liegt auch kein Verstoß gegen das Schädigungsverbot vor, so bestehen für den Vorstand

---

<sup>1686</sup> Stellungnahme der ÜbK vom 15.12.2000, GZ 2000/3/3-65.

<sup>1687</sup> Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 24.

<sup>1688</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 27 Rz 65.

<sup>1689</sup> Kort, FS Lutter (2000) 1421 (1440); Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1382).

<sup>1690</sup> Dregger/Kalss/Winner, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 85.

<sup>1691</sup> Noack in Schwark, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § 28 WpÜG Rz 19.

<sup>1692</sup> Röh, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § 28 Rz 24.

<sup>1693</sup> Steinmeyer in Steinmeyer/Häger, WpÜG<sup>2</sup> § 28 Rz 3.

<sup>1694</sup> Winner, Zielgesellschaft 188.

einer deutschen Zielgesellschaft keine Haftungsrisiken<sup>1695</sup>, soweit der weite unternehmerische Ermessensspielraum nach § 93 Abs 1 S 2 dAktG nicht überschritten wird<sup>1696</sup>. Fraglich ist allerdings, ob nach österreichischem Recht eine Haftungserleichterung im Sinne der Business Judgment Rule besteht.

Der österreichische Gesetzgeber hat die Business Judgment Rule im Aktienrecht nicht verankert und vermeidet damit der Gefahr „formelhafter Erstarrung“<sup>1697</sup>. Ob die Haftungserleichterung dennoch anwendbar ist, wird in der Literatur unterschiedlich beurteilt. Eine Mindermeinung weist auf „Parallelen“ zwischen der OGH-Rechtsprechung und der Business Judgment Rule hin und hält es für konsequent, dass die Gerichte nicht die Zweckmäßigkeit einer unternehmerischen Entscheidung überprüfen sollen, sondern lediglich festzustellen haben, ob die durch die Business Judgment Rule gezogenen Grenzen eingehalten werden<sup>1698</sup>. Die herrschende Meinung lehnt eine direkte Übernahme dieser Rechtsfigur grundsätzlich<sup>1699</sup> oder aus rechtsvergleichender Sicht ab<sup>1700</sup>. Damit wird auch berücksichtigt, dass es sich bei der Business Judgment Rule nicht um eine Rechtsquelle, sondern um eine Rechtsfigur aus dem Richterrecht handelt<sup>1701</sup>, die den amerikanischen Gerichten eine flexible Fortentwicklung dieser Regel ermöglicht<sup>1702</sup>. Gleichwohl sollten die Grundgedanken der Business Judgment Rule für eine Weiterentwicklung des österreichischen Gesellschaftsrechts nutzbar gemacht werden<sup>1703</sup>, da diese Regelung „materiell durchaus auch dem Geist des ... österreichischen Aktienrechts“ entspricht<sup>1704</sup> und § 84 öAktG „für einen rechtsfortbildenden Einfluss der Rechtsprechung“ offen ist<sup>1705</sup>. Der OGH hat klarstellend darauf hingewiesen, dass auch unter Heranziehung dieses Rechtsinstituts die Prüfung einer etwaigen Ermessensüberschreitung nicht unzulässig sei<sup>1706</sup>. Ohne entsprechende Gesetzesänderung findet daher die in § 93 Abs 1 S 2 dAktG enthaltene unwiderlegliche Vermutung nach

---

<sup>1695</sup> *Paefgen*, AG 2004, 245; *Ihrig*, Reformbedarf beim Haftungstatbestand des § 93 AktG, WM 2004, 2098; *Krause*, AG 2002, 133 (135).

<sup>1696</sup> Siehe dazu Abschnitt 11.1.2: Business Judgment Rule

<sup>1697</sup> *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 98a; *Lutter*, Die business judgment rule in Deutschland und Österreich, GesRZ 2007, 79.

<sup>1698</sup> *Kapsch/Grama*, Business Judgment Rule: Abgrenzung pflichtwidriger von bloß unglücklichen Geschäftsentscheidungen, *ecolex* 2003, 524 (528).

<sup>1699</sup> *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 98a; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 84 Rz 8; *Schima*, Business Judgment Rule und Verankerung im österreichischen Recht, GesRZ 2007, 93; *Torggler*, wbl 2009, 168.

<sup>1700</sup> *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht 3/338.

<sup>1701</sup> *Brömmelmeyer*, Neue Regeln für die Binnenhaftung des Vorstands – Ein Beitrag zur Konkretisierung der Business Judgment Rule, WM 2005, 2065.

<sup>1702</sup> *Lutter*, GesRZ 2007, 79 (80).

<sup>1703</sup> *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht 3/338.

<sup>1704</sup> *Krejci*, FS Doralt (2004) 351 (356).

<sup>1705</sup> *Peter Doralt/Walter Doralt*, FS Koziol (2010) 565 (583).

<sup>1706</sup> OGH 8.5.2008 6 Ob 28/08y wbl 2008, 549.

österreichischem Recht keine Anwendung, so dass von einer vollinhaltlichen Nachprüfung von Vorstandsentscheidungen durch die Gerichte auszugehen ist<sup>1707</sup>.

Hinsichtlich der Beweislastverteilung bestehen zwischen deutschem und österreichischem Recht erkennbare Parallelen<sup>1708</sup>: nach § 84 Abs 2 S 2 öAktG muss die Gesellschaft für eine Haftungsinanspruchnahme alle anspruchsbegründenden Merkmale (Grund und Höhe eines Schadens sowie Kausalität und Adäquanz) behaupten und beweisen, während das betroffene Vorstandsmitglied substantiiert das Nichtvorliegen eines Verschuldens darlegen muss<sup>1709</sup>. Da der Entlastungsbeweis oftmals unmöglich ist - insbesondere wenn das Vorstandsmitglied wegen der behaupteten Schädigung sein Amt verloren hat -, läge das Unternehmerrisiko - entgegen der gesetzgeberischen Absicht - weiterhin beim Leitungsorgan<sup>1710</sup>. Da aber eine Pflichtverletzung nur angenommen wird, wenn branchen-, größen- oder situationsadäquaten Bemühungen unterlassen werden, wirkt das Fehlschlagen unternehmerischer Entscheidungen nicht per se haftungsbegründend<sup>1711</sup>. Um „faire Bedingungen“<sup>1712</sup> für die Haftung zu schaffen, muss der beweisbelastete Vorstand lediglich in der Lage sein, eine ökonomisch plausible und nachvollziehbare Erklärung für seine Handlung abzugeben<sup>1713</sup>.

Haftungsrisiken für Vorstände deutscher und österreichischer Aktiengesellschaft bestehen daher bei der Errichtung präventiver Abwehrmaßnahmen, wenn diese nicht der kontinuierlichen und nachhaltigen Unternehmensentwicklung dienen<sup>1714</sup> und lediglich durch das Abwehrinteresse zu begründen sind. Im Übrigen gilt, dass unternehmerische Ermessensentscheidungen sachkundig zu treffen und Sachverhalte ex ante sorgfältig zu beurteilen sind<sup>1715</sup>; rechtliche Freiräume können ausgenutzt, aber nicht überschritten werden<sup>1716</sup>; unverhältnismäßige Risiken dürfen nicht eingegangen werden<sup>1717</sup>; betriebswirtschaftliche Standards und die wirtschaftliche Lage des Unternehmens sind zu

---

<sup>1707</sup> Peter Doralt/Walter Doralt, FS Koziol (2010) 565 (586).

<sup>1708</sup> Lutter, GesRZ 2007, 79 (85).

<sup>1709</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> §§ 77-84 Rz 108; Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 84 Rz 26.

<sup>1710</sup> Krejci, FS Doralt (2004) 351 (357).

<sup>1711</sup> OGH 22.5.2003 8 Ob 262/02s RdW 2003, 377 (448); OGH 31.10.1972 1 Ob 144/01k GesRZ 2002, 86 (90); OGH 24.6.1998 3 Ob 34/97i ecolex 1998, 774.

<sup>1712</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 321.

<sup>1713</sup> Torggler, wbl 2009, 168 (175).

<sup>1714</sup> Bücker/von Bülow, M&A-Transaktionen 639.

<sup>1715</sup> OGH 26. 2. 2002 1 Ob 144/01k GesRZ 2002, 86; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 303.

<sup>1716</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 8.

<sup>1717</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 303; Torggler, Business Judgment Rule und unternehmerische Ermessensentscheidung, ZfRV 2002, 133 (136).

reflektieren<sup>1718</sup>; widerstreitende Interessen müssen gegeneinander abgewogen werden; die einseitige Begünstigung einzelner Interessen verletzt grundsätzlich die zu beachtenden Sorgfaltspflichten<sup>1719</sup>. Nach einer jüngeren OGH-Entscheidung soll eine Sorgfaltspflichtverletzung nur dann vorliegen, wenn die Handlung gemessen am Gesellschaftsinteresse als schlechthin unvertretbar einzustufen ist<sup>1720</sup>.

Für die Einberufung eines genehmigten Kapitals außerhalb einer Übernahmesituation bedeutet dies, dass der Vorstand prüfen muss, ob die Maßnahme im Zeitpunkt der Durchführung noch im wohlverstandenen Unternehmensinteresse liegt und ob Zweckvorgaben der Hauptversammlung berücksichtigt sind<sup>1721</sup>, insbesondere ob die Voraussetzungen für einen etwaigen Bezugsrechtsausschluss vorliegen<sup>1722</sup>. Der Vorstand verfügt über einen weiten unüberprüfaren Ermessensbereich zur Feststellung der sachlichen Rechtfertigung für den Ausschluss des Bezugsrechts. Nur wenn die Entscheidung nicht mehr vertretbar ist, können die Aktionäre Unterlassungs- oder Feststellungsklage gegen den Bezugsrechtsausschluss erheben<sup>1723</sup>; Schadenersatzansprüche können geltend gemacht werden, da der rechtswidrige Bezugsrechtsausschluss einen Eingriff in das Mitgliedschaftsrecht darstellt<sup>1724</sup>. Als Schaden können die Aktionäre die Verringerung der Beteiligungsquote<sup>1725</sup> oder - bei Kursverfall durch den unzulässigen Bezugsrechtsausschluss - Nachteile aus einem überstürzten Verkauf ihrer Anteile geltend machen<sup>1726</sup>. Auch ein Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz kann Ansprüche der Aktionäre auslösen: nach österreichischem Recht ist § 47a öAktG Schutzgesetz im Sinne von § 1311 ABGB<sup>1727</sup>, nach deutschem Recht ist umstritten, ob § 53a dAktG als Schutzgesetz infrage kommt<sup>1728</sup>; da das Gleichbehandlungsgebot aber nicht nur einen allgemeinen Rechtsgrundsatz enthält, wird überwiegend die Eigenschaft als Schutzgesetz anerkannt<sup>1729</sup>.

---

<sup>1718</sup> *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 84 Rz 8.

<sup>1719</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 304.

<sup>1720</sup> OGH 7 Ob 58/08t *ecolex* 2008, 928 (929) - „golden handshake“; dazu auch *Torggler*, wbl 2009, 168 (176).

<sup>1721</sup> *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 170 Rz 18.

<sup>1722</sup> BGH NZG 2006, 20 („Mangusta/Commerzbank II“); zur Begründungspflicht des Vorstands BGH NZG 2006, 18 („Mangusta/Commerzbank I“); *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 42.

<sup>1723</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 173; *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 170 Rz 20.

<sup>1724</sup> BGHZ 136, 133 (141).

<sup>1725</sup> *Bayer*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § 203 Rz 176; *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 170 Rz 20.

<sup>1726</sup> *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 117 Rz 54.

<sup>1727</sup> *Doralt/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 58.

<sup>1728</sup> *Bungeroth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 36.

<sup>1729</sup> *Bungeroth*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 53a Rz 36; aA *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 53a Rz 12.

Auch bei der Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs 1 Z 8 dAktG/§ 65 Abs 1 Z 8 öAktG kommt eine Haftung gegenüber der Aktiengesellschaft in Frage, da der Ermächtigungsbeschluss nicht die Sorgfaltspflicht nach § 93 Abs 1 S 1 dAktG/§ 84 öAktG aufhebt: ein Pflichtverstoß liegt vor, wenn die Maßnahme allein dem Machterhalt des Managements der Zielgesellschaft diene<sup>1730</sup>. Die Gesellschaft kann geschädigt sein, wenn unzulässigerweise erworbene Aktien wieder billiger abgegeben werden müssen<sup>1731</sup>.

Nach gleichen Grundsätzen bestehen Haftungsrisiken für alle anderen präventiven Abwehrmaßnahmen.

### **11.5 Sonstige Haftungstatbestände**

Bei der Errichtung von statuarischen Übernahmehindernissen kommt eine Vorstandshaftung nicht in Betracht, sofern die Beschlüsse „gesetzmäßig“ sind; nichtige Beschlüsse befreien nicht von der Ersatzpflicht<sup>1732</sup>. Der Vorstand haftet allenfalls, wenn der Beschluss pflichtwidrig herbeigeführt wurde, etwa durch falsche oder unzureichende Informationen.

Haftungsrechtliche Konsequenzen sind für den Vorstand nicht zu befürchten, wenn die Unternehmenspolitik am moderaten Shareholder Value-Konzept ausgerichtet wird, da insoweit kein Verstoß gegen das Unternehmensinteresse vorliegt<sup>1733</sup>. Anders ist die Sachlage, wenn das Unternehmen strukturell nach der Idee des Shareholder Value geführt wird, was durch integrale Steuerungs- und Kompensationssysteme geschehen kann, und die Ansprüche der übrigen Interessengruppen vernachlässigt werden<sup>1734</sup>. Unzulässig - weil gegen das Schädigungsverbot verstoßend - wäre es auch, wenn im Interesse der Aktionäre eine zu hoch ausgefallene Dividende gezahlt wird<sup>1735</sup>. Dann kann sogar eine Strafbarkeit wegen Untreue (§ 266 dStGB/§ 153 öStGB) in Frage kommen<sup>1736</sup>. Allerdings hat der Vorstand im Rahmen pflichtgemäßen Ermessens zu beurteilen, was dem Wohl der Gesellschaft dient<sup>1737</sup>.

Verweigert der Vorstand zu Unrecht die Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien, so kann die Gesellschaft geschädigt sein, wenn der neue Aktionär zusätzliche

---

<sup>1730</sup> *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 300.

<sup>1731</sup> *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 87.

<sup>1732</sup> *Adensamer/Eckert*, Vorstandshaftung nach österreichischem Recht, in *Kalss*, Vorstandshaftung in 15 europäischen Ländern (2005) 165 (364).

<sup>1733</sup> *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 19; *Spindler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 76 Rz 79.

<sup>1734</sup> *Kuhner*, ZGR 2004, 244 (278); *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 24 (29).

<sup>1735</sup> BGH NJW 1997, 741.

<sup>1736</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 332.

<sup>1737</sup> BGH NJW 2002, 1585 (1587).

Impulse für Wachstum und Ertrag hätte setzen können; der veräußerungsbereite Aktionär kann geschädigt sein, weil ihm eine günstige Verkaufsmöglichkeit entgangen ist. So kann der Vorstand nach dem Gleichbehandlungsgrundsatz verpflichtet sein, die Übertragung vinkulierter Namensaktien zu genehmigen, wenn einer anderen gleichartigen Übertragung bereits zugestimmt wurde<sup>1738</sup>. Der zu Unrecht verhinderte Erwerber kann die Gesellschaft auf Zustimmung oder Schadenersatz (§ 826 BGB) verklagen. Auch bei Ermessensfehlgebrauch besteht ein Anspruch auf Zustimmung und nicht nur auf nochmalige, fehlerfreie Ermessensentscheidung<sup>1739</sup>. Zur Geltendmachung des Schadenersatzanspruchs können dem Erwerber die Ansprüche des veräußerungswilligen Aktionärs abgetreten werden; es besteht auch die Möglichkeit der gewillkürten Prozessstandschaft, wenn die Ermächtigung des Veräußerers vorliegt und ein eigenes Interesse verfolgt wird<sup>1740</sup>. Für den Vorstand einer österreichischen Aktiengesellschaft wirkt sich das Außerstreitverfahren zumindest insoweit haftungsbegrenzend aus, als mit Nennung eines anderen Erwerbers für den veräußerungswilligen Aktionär ein Schaden nicht eintreten kann.

Für den Vorstand bestehen beherrschbare Haftungsrisiken aus Anlass einer Due Diligence-Prüfung. Diese ist zu gestatten, wenn das Übernahmehinteresse das Geheimhaltungsinteresse überwiegt<sup>1741</sup>. Dem Vorstand dürfte es in der Regel möglich sein, die Informationsweitergabe so zu „dosieren“, dass eine Verletzung der Geheimhaltungspflicht ausgeschlossen werden kann; insbesondere in einer feindlichen Übernahme-situation wird der Vorstand nicht der Gefahr unterliegen, Geschäftsgeheimnisse preiszugeben. Der Vorstand kann dem Bieter zur Wahrung des Unternehmensinteresses eine Due Diligence-Prüfung verweigern, etwa wenn ein Wettbewerber in Schädigungsabsicht Informationen anfordert. Dabei ist zu berücksichtigen, dass eine ex ante pflichtgemäße Abwägung keine Haftung des Vorstands auslöst, selbst wenn sie sich ex post als falsch erweist<sup>1742</sup>. Besteht der eigentliche Grund zur Verweigerung der Prüfung jedoch in der Übernahmeabwehr, so liegt ein Ermessensfehlgebrauch vor; nimmt der Bieter daraufhin von einem beabsichtigten Erwerb Abstand, so können sowohl die Gesellschaft als auch die Aktionäre geschädigt sein, etwa weil der Bieter für weiteres Wachstum bei der Gesellschaft sorgen wollte oder weil die Aktionäre ihre Anteile nicht gewinnbringend veräußern können. Die Haftung gegenüber der

---

<sup>1738</sup> Hüffer, Aktiengesetz<sup>9</sup> § 53a Rz 12.

<sup>1739</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 107.

<sup>1740</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 109 (110).

<sup>1741</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 120; Fleischer, ZIP 2002, 651 (652); Hemeling, ZHR 169 (2005) 274 (278).

<sup>1742</sup> Müller, NJW 2000, 3452 (3453).

Gesellschaft folgt aus § 93 dAktG/§ 84 öAktG, Aktionäre können den Schadenersatzanspruch in erster Linie unter dem Gesichtspunkt der absichtlichen sittenwidrigen Schädigung geltend machen (§ 826 BGB/§ 1295 Abs 2 ABGB).

Soweit der Vorstand im Übernahmeverfahren Rechtsmittel einzulegen versucht, ist zu beachten, dass im Hinblick auf den Beschleunigungsgrundsatz den übernahmerechtlichen Vorschriften kein Drittrechtsschutz zukommt und zB nicht die Untersagung eines mangelhaften Übernahmeangebots verlangt werden kann. Hierfür hat sich - bei gefestigter herrschender Rechtsprechung und Literaturmeinung - nur eine Mindermeinung ausgesprochen. Zu den Sorgfaltspflichten des Vorstands zählt auch die Berücksichtigung der Rechts- und Gesetzeslage. Durchbrechungen des Legalitätsprinzips sind bei erheblichen Rechtsunsicherheiten möglich, auch wenn eine begründete Aussicht auf die Änderung einer bislang gefestigten Rechtsprechung besteht<sup>1743</sup>. Da die Frage der Rechtsmittel im Übernahmeverfahren durch Rechtsprechung und die überwiegende Literaturmeinung weitgehend eindeutig geklärt ist, muss der Vorstand mit einer Haftung gegenüber der Gesellschaft für die Kosten eines nutz- und aussichtslosen Prozesses rechnen. Gegenüber den Aktionären und auch dem Bieter kommt eine Haftung wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung in Betracht.

## **11.6 D&O-Versicherung**

Der Vorstand kann die persönlichen Folgen einer Haftung begrenzen durch Abschluss einer D&O-Versicherung (Directors' and Officers' Liability), die sich zu einem versicherungsrechtlichen Standardprodukt entwickelt hat<sup>1744</sup>. Versichert sind alle Tätigkeiten in Ausübung der Organfunktion<sup>1745</sup>, und zwar sowohl Ansprüche von Dritten (Außenhaftung) als auch solche der Gesellschaft (Innenhaftung)<sup>1746</sup>. Der Vorstand kann die Versicherung in eigener Kompetenz abschließen und bedarf dafür weder der Zustimmung des Aufsichtsrates noch der Hauptversammlung<sup>1747</sup>. Anders nach österreichischer Rechtslage: die auch hier als zulässig anerkannte Versicherung wird hinsichtlich der Versicherungsprämie als Entgeltregelung angesehen; der Abschluss bedarf daher der Zustimmung durch den

---

<sup>1743</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 65.

<sup>1744</sup> Fleischer in Fleischer, Handbuch § 12 Rz 5.

<sup>1745</sup> Fleischer in Fleischer, Handbuch § 12 Rz 28.

<sup>1746</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 241; Fleischer in Fleischer, Handbuch § 12 Rz 6.

<sup>1747</sup> Fleischer in Fleischer, Handbuch § 12 Rz 12.

Aufsichtsrat<sup>1748</sup>. Um Zuständigkeitsfragen auszuräumen, sollte diese Frage durch entsprechende Satzungsregeln gelöst werden<sup>1749</sup>.

Die grundsätzliche Zulässigkeit einer gesellschaftsfinanzierten D&O-Versicherung steht heute außer Frage<sup>1750</sup>, so dass dem Vorstandsmitglied diese nicht verwehrt werden kann<sup>1751</sup>. Die in der juristischen Diskussion offen gebliebene Frage, ob ein Selbstbehalt zur Steuerung der Risikofreude des Vorstands notwendig ist<sup>1752</sup>, wurde von der Praxis zunehmend bejaht<sup>1753</sup> und ist nunmehr in § 93 Abs 2 S 3 dAktG ausdrücklich geregelt: der Selbstbehalt muss mindestens 10% des verursachten Schadens oder das Eineinhalbfache der festen jährlichen Vergütung des Vorstandsmitglieds ausmachen. Nach österreichischem Recht ist ein Selbstbehalt ebenfalls notwendig, da eine „bedarfsgerechte Versicherungslösung ... entsprechende verhaltenssteuernde Mechanismen“ verlangt<sup>1754</sup>; ohne adäquate Beteiligung am Schadensfall würde die Präventivwirkung der Haftung verloren gehen<sup>1755</sup>.

Im Hinblick auf bestehende Haftungserleichterungen nach § 93 Abs 1 S 2 dAktG verbleiben durch Abschluss einer D&O-Versicherung im eigenen Risikobereich des Vorstands nur die vorsätzliche Schadenverursachung und die wissentliche Pflichtverletzung<sup>1756</sup>. Zu berücksichtigen ist aber auch, dass die D&O-Versicherung durch Ausschlüsse verhindert, dass Schäden der Gesellschaft auf die Versicherung verlagert werden<sup>1757</sup>.

## 11.7 *Ergebnis*

Der Vorstand haftet gegenüber der Gesellschaft nach § 93 dAktG/§ 84 öAktG, wenn diese durch Verletzung der Sorgfaltspflichten geschädigt wird. Ergreift der Vorstand einer österreichischen Aktiengesellschaft Abwehrmaßnahmen ohne Zustimmung der Hauptversammlung (§ 12 ÜbG, § 33a WpÜG), so liegt ein klarer Verstoß gegen die zu beachtende Rechtsordnung vor. Für die Nutzung der Ausnahmeregelungen nach § 33 Abs 1 WpÜG kann der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft einen weiten

---

<sup>1748</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 342; Peter Doralt/Walter Doralt, FS Koziol (2010) 565 (581).

<sup>1749</sup> Mutter in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch<sup>2</sup> § 22 Rz 110.

<sup>1750</sup> Mertens/Cahn, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 244: „sinnvolles Gegengewicht zu der strengen gesetzlichen Organhaftung“; Fleischer in Fleischer, Handbuch § 12 Rz 2.

<sup>1751</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 175.

<sup>1752</sup> Spindler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 180; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 341.

<sup>1753</sup> Kort, Voraussetzungen der Zulässigkeit einer D&O-Versicherung von Organmitgliedern, DStR 2006, 799 (803).

<sup>1754</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 116 Rz 106.

<sup>1755</sup> Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 342.

<sup>1756</sup> Fleischer in Fleischer, Handbuch § 12 Rz 49.

<sup>1757</sup> Voit in Prölss/Martin, Versicherungsvertragsgesetz<sup>28</sup> (2010) AVB-AVG § 1 Rz 25.

unternehmerischen Ermessenspielraum in Anspruch nehmen, der bei Verfolgung von Eigeninteressen jedoch nicht mehr gegeben ist. In gleicher Weise besteht bei Verletzung der Stellungnahmepflicht nach § 27 WpÜG/§ 14 ÜbG ein Schadenersatzanspruch der Gesellschaft, insbesondere soweit Ansprüche Dritter gegen die Gesellschaft geltend gemacht werden.

Da das WpÜG keine spezielle Regelung über die Haftung gegenüber Dritten enthält, können sich Aktionäre nur auf die aktienrechtlichen Ansprüche aus § 117 dAktG/§ 100 öAktG oder deliktsrechtliche Ansprüche aus §§ 823, 826 BGB/§§ 1311, 1295 öAktG stützen. Ein wesentlicher Unterschied zwischen deutscher und österreichischer Rechtslage liegt darin, dass §§ 27, 33 WpÜG nach hM nicht als Schutzgesetze für einen deliktischen Ersatzanspruch herangezogen werden können, wohl aber §§ 12, 14 ÜbG.

Für Handlungen außerhalb eines Übernahmeverfahrens haftet der Vorstand nach allgemeinen Grundsätzen. Wenn auch die Haftungserleichterung nach § 93 Abs 1 S2 dAktG im österreichischen Recht nicht anwendbar ist, so hat doch die Rechtsprechung für einen ähnlich weiten unternehmerischen Ermessensspielraum gesorgt, indem bei Berücksichtigung branchen-, größen- oder situationsadäquate Standards eine Pflichtverletzung nicht in Betracht kommt. Wird für die Vorstände deutscher und österreichischer Aktiengesellschaften eine D&O-Versicherung abgeschlossen, so reduziert sich das persönliche Haftungsrisiko auf vorsätzliche Schadenverursachung und wissentliche Pflichtverletzung.

Bei Verletzung von übernahmerechtlichen Pflichten muss der Vorstand mit Sanktionen rechnen, die nach deutschem Recht wesentlich strenger sind (Bußgeld bis zu einer Million Euro) als nach österreichischem (Verwaltungsstrafe bis zu 50.000 Euro).

## **12 Zusammenfassung**

**1. Da mit einer Übernahme Synergie- und Effizienzgewinne, größere Marktmacht, die bessere Nutzung der Unternehmensressourcen oder Vorteile aus einer Unterbewertung angestrebt werden, kommt grundsätzlich jede börsennotierte Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft infrage.**

Empirische Untersuchungen bestätigen, dass grundsätzlich jedes börsennotierte Unternehmen Ziel einer Übernahme sein kann. Die von der US-amerikanischen Kapitalmarktforschung identifizierten Übernahmemotive können - teilweise - auch für Unternehmensakquisitionen in Deutschland und Österreich herangezogen werden. Aufgrund bestehender Schutzvorschriften kommt den Umverteilungs- und Ausbeutungstheorien kaum noch Bedeutung zu; persönliche Interessen des Bieters („Empire Building“) spielen allenfalls als Begleitmotiv eine Rolle. Der Vorstand einer Aktiengesellschaft muss mit einer Übernahme rechnen, wenn sich ein strategischer Investor höherer Effizienz durch Größendegressionseffekte oder die gemeinsame Nutzung von Ressourcen verspricht oder dieser bei verteilten Märkten größere Marktmacht anstrebt, da sich Wachstum nicht mehr aus eigener Kraft generieren lässt. Ist eine Aktiengesellschaft unterbewertet, so kann die Übernahme im Interesse eines strategischen Investors wie eines Finanzinvestors liegen. Finanzinvestoren streben entweder eine hohe Rendite durch Übernahme gut geführter Unternehmen an oder versuchen, die Ergebnisse einer ertragsschwachen Zielgesellschaft zu optimieren - etwa durch Zuführung von Eigenkapital für weiteres Wachstum, durch Änderung der Unternehmenspolitik oder auch durch Ablösung des Managements (Markt für Unternehmenskontrolle) -, um mittelfristig das Unternehmen gewinnbringend weiterveräußern zu können. Diese Übernahmegründe werden durch die Auswertung von in Deutschland und Österreich veröffentlichten Übernahmeangeboten bestätigt.

**2. Alle Investoren bevorzugen freundliche Übernahmen, da sich wirtschaftliche Zielsetzungen (Synergien, Effizienzverbesserung, Marktmacht) eher erreichen lassen, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft das Vorhaben unterstützt. Soweit Investoren aber beabsichtigen, Umstrukturierungen oder Neupositionierungen der Gesellschaft vorzunehmen, kann dies ebenso mit den Vorstellungen des Vorstands kollidieren wie ökonomische Übernahmemotive, die als für die Gesellschaft nachteilig angesehen**

**werden. Der Vorstand einer potenziellen Zielgesellschaft muss daher auch mit einer feindlichen Übernahme rechnen.**

Da ein Bieter ein Unternehmen zu einem möglichst günstigen Preis erwerben will und die volumengewichteten Durchschnittskurse als Grundlage der Berechnung der Gegenleistung nicht die künftige Ertragskraft beinhalten können, wird häufig im Interesse der Aktionäre die Höhe der Gegenleistung zu beanstanden sein; es können auch Bedenken gegen die wirtschaftlichen Pläne (keine ausreichenden Synergiepotentiale, wirtschaftliche Ziele werden verfehlt) oder die Person des Bieters bestehen. Darüber hinaus kann der Vorstand den Erhalt der Eigenständigkeit der Zielgesellschaft als wirtschaftlich vernünftiger ansehen. Die Auswertung bislang stattgefundener feindlicher Übernahmen bestätigt diese Ablehnungsgründe. Da kein Unternehmen gegen eine Übernahme gefeit ist, sollte sich der Vorstand frühzeitig organisatorisch auf ein feindliches Übernahmeangebot einstellen, regelmäßig das Übernahmemarktgeschehen beobachten und Maßnahmen zum Schutz der Gesellschaft, der Aktionäre und der übrigen Anspruchsgruppen entwickeln.

**3. Der Vorstand einer Zielgesellschaft kann frühzeitig wirkungsvolle Übernahmebarrieren errichten, indem er sich um einen freundlich gesinnten Aktionärskreis bemüht und für eine wertorientierte Unternehmenspolitik eintritt.**

Österreichische Aktiengesellschaften verfügen insoweit über eine Übernahmebarriere, als häufig Groß- oder Kernaktionäre vorhanden sind<sup>1758</sup>, die es zu erhalten gilt. Der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft kann sich um einen übernahmeresistenten Aktionärskreis bemühen, wobei die Schwierigkeiten, bei Publikumsgesellschaften einen Kernaktionär mit entsprechendem finanziellem Engagement zu finden, nicht zu verkennen sind. Es bestehen ausreichende rechtliche Möglichkeiten, für Erhalt und Strukturierung des Aktionärskreises. Sind Groß- oder Kernaktionäre vorhanden, so kann ein allfälliger Kapitalbedarf auch durch Kapitalerhöhung gegen stimmrechtslose Vorzugsaktien oder die Ausgabe von Genussrechte gedeckt werden. Bei einer Publikumsgesellschaft, kann der Vorstand darauf hinwirken, dass durch Kapitalmaßnahmen oder durch Veräußerung eigener Aktien mit Ausschluss des Bezugsrechts Kernaktionäre gewonnen werden. Die materiellen Voraussetzungen für einen Bezugsrechtsausschluss liegen jedenfalls dann vor, wenn die Beteiligung eines Dritten die Unternehmensfinanzierung erleichtert oder dieser Leistungen erbringt, zu denen die

---

<sup>1758</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> Vor Vierter Teil Rz 9.

vorhandenen Aktionäre nicht in der Lage sind<sup>1759</sup>. Daneben besteht nach § 186 Abs 3 S 4 dAktG die Möglichkeit eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses, der auch nach österreichischem Recht insofern möglich ist, als an die materiellen Voraussetzungen geringere Anforderungen gestellt werden können. Nicht zu verkennen ist jedoch, dass die Suche nach einem Kernaktionär langwierig und mitunter auch erfolglos ist. Sind aber Kernaktionäre vorhanden, so können diese durch Vereinbarung von Stimmrechtspools oder Syndikatsverträgen eine nur schwer überwindbare Übernahmebarriere darstellen.

Durch Orientierung der Unternehmenspolitik am Shareholder Value unter gleichzeitiger Beachtung der Interessenpluralität kann der Vorstand einer Zielgesellschaft den Unternehmenswert und die Dividendenfähigkeit optimieren. Hierdurch kann eine Unterbewertung der Gesellschaft vermieden und das Interesse der Aktionäre an der Beibehaltung des Investments gesteigert werden („Immunsisierung“ gegen Übernahmen). Die Pflicht zur Wahrung des Unternehmensinteresses wird nicht verletzt, wenn ein „moderater“ Shareholder Value-Ansatz verfolgt wird.

#### **4. Statuarische Übernahmehindernisse können eine Übernahme erschweren; enthält die (Gründungs-)Satzung solche Regelungen nicht, so kann der Vorstand auf Änderung der Satzung hinwirken.**

Nicht ohne Erfolgsaussichten wäre der Vorschlag des Vorstands, bestehende Inhaberaktien in Namensaktien - um zB frühzeitig eine sich anbahnende Übernahme zu erkennen. Da in Deutschland die Vorschriften über Namens- und Inhaberaktien weitgehend angeglichen wurden, sind für die Aktionäre keine wesentlichen Nachteile verbunden, so dass es möglich erscheint, einen Hauptversammlungsbeschluss mit  $\frac{3}{4}$ -Mehrheit (§ 179 Abs 2 dAktG/§ 146 Abs 1 öAktG) herbeizuführen. Bei einer österreichischen Aktiengesellschaft ist dies schwieriger, schon im Hinblick auf die Fungibilität der Anteile und das „Prinzip kausaler Tradition“<sup>1760</sup>. Initiativen zu sonstigen Satzungsänderungen (Entsendungsrechte, Änderung der Mehrheitsquoten etc) sind jedoch nur dann sinnvoll, wenn damit einem besonderen Interesse der Aktionäre entsprochen wird.

Sieht die Satzung vinkulierte Namensaktien vor, so kann der Bieter daran gehindert werden, eine nennenswerte Aktienposition aufzubauen, indem der Vorstand die Zustimmung zur

---

<sup>1759</sup> Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 36.

<sup>1760</sup> Fagner/Tichy, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 132.

Aktienübertragung verweigert. Dies ist jedoch - außerhalb einer Übernahmesituation - nur möglich, wenn hierfür das Unternehmensinteresse spricht oder ein wichtiger Grund vorliegt. Bei bestehender Vinkulierungsregelung empfiehlt es sich - soweit nicht vorhanden - Verweigerungsgründe in der Satzung zu verankern (zB Familienfremdheit, Branchennähe, mangelnde Solvenz, Nichtzugehörigkeit zum bisherigen Aktionärskreis oder zu einer bestimmten Berufsgruppe)<sup>1761</sup>. Dann besteht für den Vorstand größere Rechtssicherheit bei einer Verweigerung der Zustimmung zur Aktienübertragung. Die nachträgliche Satzungsänderung für eine Vinkulierungsregelung dürfte zumindest bei Publikumsgesellschaften nahezu unmöglich sein, da hierfür die Zustimmung aller Aktionäre erforderlich ist.

Enthält die Satzung Übernahmehindernisse, so sollte der Vorstand darauf achten, dass diese auch in einer Übernahmesituation wirksam bleiben und nicht durch einen Beschluss der Hauptversammlung mit der „Europäischen“ Durchbrechungsregel außer Kraft gesetzt werden. Ist dies nicht möglich, so sollte die Hauptversammlung einer deutschen Aktiengesellschaft die Reziprozitätsregel beschließen; diese Möglichkeit ist für österreichische Aktiengesellschaften nicht gegeben.

**5. Präventive Maßnahmen sind zur Übernahmeabwehr besonders geeignet, da sie langfristig geplant und ohne den Handlungsdruck eines konkreten Übernahmeangebots umgesetzt werden können.**

Die Zulässigkeit von präventiven Abwehrmaßnahmen richtet sich nach Aktienrecht; die Maßnahmen dürfen nicht gegen das Unternehmensinteresse, das Schädigungsverbot, das Gleichbehandlungsgebot oder gegen die Neutralitätspflicht verstoßen. Auch außerhalb einer Übernahmesituation besteht für den Vorstand eine aktienrechtliche Neutralitätspflicht, da der Vorstand als Sachwalter fremder Interessen auch das Veräußerungsinteresse der Aktionäre im Falle einer Übernahme zu berücksichtigen hat. Maßnahmen, die nur zur Verhinderung einer späteren Übernahme getroffen werden, sind daher unzulässig<sup>1762</sup>. Dies gilt insbesondere, wenn der Vorstand die Zielgesellschaft durch präventive „Extremmaßnahmen“ zu einer „uneinnehmbaren Festung“<sup>1763</sup> macht; in der österreichischen Literatur wird die

---

<sup>1761</sup> Bayer, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 68 Rz 60.

<sup>1762</sup> Hopt, FS Lutter (2000) 1361 (1400).

<sup>1763</sup> Winter/Harbarth, ZIP 2002, 1 (4); Hopt, ZGR 1993, 534 (558).

Zulässigkeitsgrenze mit „Maßnahmen, die automatisch greifen, ohne dass der Vorstand eine Entscheidung angesichts eines konkreten Angebots trifft“ beschrieben<sup>1764</sup>.

Entscheidende Handlungsspielräume ergeben sich für den Vorstand, wenn allgemeine Ermächtigungen der Hauptversammlung aus der Schaffung eines genehmigten Kapitals und zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen - mit und ohne Bezugsrechtsausschluss - sowie zum Erwerb eigener Aktien bestehen. Von diesen Ermächtigungen wird in der Praxis häufig Gebrauch gemacht. Außerhalb einer Übernahmesituation kann durch die Einberufung des genehmigten Kapitals eine spätere Übernahme verteuert werden; sofern der Bieter bereits an der Gesellschaft beteiligt ist, kann sein Anteil bei Ausschluss des Bezugsrechts verwässert werden. Zu berücksichtigen ist, dass ein Bezugsrechtsausschluss zu begründen ist, und zwar bedarf es zumindest eines hierfür vorhandenen Unternehmensinteresses; nach einer vordringenden Ansicht in Deutschland sowie nach hM in Österreich bedarf es der sachlichen Rechtfertigung, bei der Zweckmäßigkeit und Erforderlichkeit gegeben sein müssen. Das Bezugsrecht darf nicht ausgeschlossen werden, um den Einfluss eines unerwünschten Aktionärs zu verringern<sup>1765</sup>, wohl aber zur Unterlegung einer Kooperation. Wandelschuldverschreibungen eignen sich besonders zu Übernahmeprevention, wenn die Anleihebedingungen eine Kündigungsmöglichkeit und/oder eine für die Gesellschaft nachteilige Änderung des Wandlungsverhältnisses bei einem späteren Kontrollwechsel (Change-of-Control-Klausel) vorsehen. Dies ist jedoch nur zulässig, wenn zur Sicherung der Anleihegläubiger ein einfaches Kündigungsrecht nicht ausreicht. Ansonsten ist anzunehmen, dass die Klausel zur Verhinderung einer Übernahme vereinbart wurde, was gegen das Unternehmensinteresse und die Neutralitätspflicht verstößt.

Aufgrund einer zweckfreien Ermächtigung durch die Hauptversammlung darf der Vorstand unter Einhaltung der allgemeinen Regelungen zu jedem beliebigen Zweck eigene Aktien erwerben<sup>1766</sup>, soweit nicht ein Verbotstatbestand aus anderen Gründen gegeben ist<sup>1767</sup>. So ist auch der Erwerb eigener Aktien zur Verringerung des Streubesitzes zulässig, selbst wenn dadurch die Möglichkeit eines Dritten geschmälert wird, über den Kapitalmarkt eine

---

<sup>1764</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 92; ebenso *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 23: „pauschal wirkende Abwehrmechanismen“.

<sup>1765</sup> *Nagele/Lux in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 153 Rz 37.

<sup>1766</sup> *Steinmeyer in Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 70; *Lutter/Drygala*, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 146; *Karollus in Jabornegg/Strasser* AktG<sup>4</sup>, § 65 Rz 58; *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 84 (85); *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 399.

<sup>1767</sup> *Karollus in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 56; *Oechsler*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 207.

Kontrollmehrheit zu erlangen<sup>1768</sup>. Durch Aktienrückkaufprogramme kann der Aktienkurs stabilisiert und einer Unterbewertung der Gesellschaft entgegengewirkt werden. Der Erwerb eigener Aktien zur Schadenabwehr nach § 71 Abs 1 Z 1 dAktG/§ 65 Abs 1 Z 1 öAktG ist nur zulässig, wenn sich eine Übernahme anbahnt, durch die Gesellschaft zerstört oder geschädigt<sup>1769</sup> werden soll; eine drohende Übernahme ist grundsätzlich kein Schaden für die Gesellschaft<sup>1770</sup>.

Präventivmaßnahmen in eigener Geschäftsführungskompetenz wie der Erwerb anderer Unternehmen, die Veräußerung von Vermögensgegenständen, die Gründung einer Sicherungs-GmbH oder der Börsengang von Tochtergesellschaften sind grundsätzlich geeignet, jedoch oftmals unwirtschaftlich und/oder unverhältnismäßig aufwendig; dies gilt insbesondere für Maßnahmen, die die Attraktivität der Zielgesellschaft für Anleger generell schmälern<sup>1771</sup>. Unter Berücksichtigung rechtlicher, wirtschaftlicher und praktischer Überlegungen scheint daher das Eingehen gegenseitiger Beteiligungen und das „Parken“ von Anteilen bei befreundeten Unternehmen<sup>1772</sup> besonders wirksam für die präventive Übernahmeabwehr. Da die Gesellschaft solche Maßnahmen in dem Lagebericht darzustellen hat, sind wegen fehlender Übernahmephantasie jedoch negative Reaktionen des Kapitalmarkts zu berücksichtigen<sup>1773</sup>. Präventive Abwehrmaßnahmen können von deutschen wie österreichischen Aktiengesellschaften gleichermaßen eingesetzt werden.

## **6. Der Vorratsbeschluss nach § 33 Abs 2 WpÜG ist eine wirkungsvolle präventive Abwehrmaßnahme, die jedoch von der Praxis vernachlässigt wird.**

Nur nach deutschem Recht (§ 33 Abs 2 WpÜG) kann die Hauptversammlung den Vorstand zur Durchführung von Abwehrmaßnahmen ermächtigen, ohne dass bereits ein aktuelles öffentliches Übernahmeangebot vorliegt. Der Vorratsbeschluss, der ausdrücklich die Abwehr von Übernahmeversuchen bezwecken muss, kann von der Hauptversammlung für die Dauer von 18 Monaten gefasst und mit Zustimmung des Aufsichtsrates umgesetzt werden. Die Hauptversammlung kann den Vorstand nur zu Maßnahmen ermächtigen, die nach

---

<sup>1768</sup> Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58.

<sup>1769</sup> Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 56.

<sup>1770</sup> Assmann/Bozenhardt, Übernahmeangebote 132; Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 65 Rz 20; Oechsler, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 116; Lutter/Drygala, Kölner Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 54; Hauschka/Roth, AG 1988, 181 (187); Hopt, ZGR 1993, 534; Klein, NJW 1997, 2085; Kalss, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 381.

<sup>1771</sup> Drinkuth in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch<sup>2</sup> § 60 Rz 319.

<sup>1772</sup> Hopt, ZGR 1993, 534 (559).

<sup>1773</sup> Becker, ZHR 165 (2001) 280 (282).

allgemeinen aktienrechtlichen Vorschriften delegationsfähig sind<sup>1774</sup>. Hierzu gehören insbesondere die Einberufung eines genehmigten Kapitals, der Erwerb eigener Aktien und die Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen, nicht aber „Holzmüller“-Sachverhalte<sup>1775</sup>. Grundsätzlich kann die Hauptversammlung den Vorstand auch zu Geschäftsführungsmaßnahmen ermächtigen, die unter das Verhinderungsverbot fallen<sup>1776</sup>. Nach überwiegender Auffassung in der Literatur kommt den Vorratsbeschlüssen nur geringe praktische Relevanz zu<sup>1777</sup>, da damit implizit signalisiert würde, dass die Gesellschaft als Übernahmekandidat infrage kommt, was sich belastend auf den Aktienkurs auswirken kann. Bislang ist nur ein konkreter Fall zu verzeichnen.

### **7. Eine Due Diligence-Prüfung verschafft dem Vorstand der Zielgesellschaft nur geringe Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr.**

Die Verweigerung einer Due Diligence-Prüfung durch die Zielgesellschaft ist nur möglich, wenn durch eine Gestattung das Unternehmensinteresse verletzt wäre (nicht ernst gemeinte Verhandlungen, Ausforschung eines Konkurrenten). Eine strikte Ablehnung - insbesondere aus eigennützigen Motiven des Vorstands - würde gegen die aktienrechtliche Neutralitätspflicht verstoßen. Deshalb kann die Verweigerung der Due Diligence nur in Ausnahmefällen zur Abwehr einer unerwünschten Übernahme eingesetzt werden. Die Bieter-Aktiengesellschaft, die grundsätzlich verpflichtet ist, eine sorgfältige Unternehmensprüfung vorzunehmen<sup>1778</sup>, kann hierauf verzichten, wenn andere zuverlässige Informationsquellen zur Verfügung stehen. Der Vorstand einer potenziellen Zielgesellschaft sollte auch berücksichtigen, dass in der Durchführung einer Due Diligence-Prüfung eine Chance liegen kann, den Bieter argumentativ auf etwaige „unüberwindbare“ Transaktionshindernisse hinweisen und so eine Übernahme verhindern.

---

<sup>1774</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 204.

<sup>1775</sup> umstritten; dafür: Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 207; dagegen: Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 62, sämtliche Kompetenzen der Hauptversammlung können delegiert werden.

<sup>1776</sup> dafür: Grunewald in Baums/Thoma, WpÜG § 33 Rz 61; dagegen: Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG § 33 Rz 78; Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 205.

<sup>1777</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 201.

<sup>1778</sup> Böttcher, NZG 2007, 481 (484).

## **8. Die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG/§ 14 ÜbG sowie werbliche Maßnahmen dienen äußerst effektiv der Abwehr einer feindlichen Übernahme.**

Mit der Stellungnahme auf ein vorliegendes Übernahmeangebot nimmt der Vorstand unmittelbaren Einfluss auf den Willensbildungsprozess der Aktionäre. Können diese vom besseren Konzept des Vorstands überzeugt werden, so wird eine Übernahme verhindert. Wesentlicher Kritikpunkt der Stellungnahme ist häufig die Angemessenheit der Gegenleistung. Für entsprechende Argumente des Vorstands dürften die Aktionäre zu gewinnen sein. Der Vorstand - wie der Aufsichtsrat und die Arbeitnehmer - kann zu allen kritischen Punkten Stellung nehmen, etwa dass der Bieter seine „wahren“ Motive nicht offen gelegt hat und die Schädigung der Gesellschaft oder einzelner Interessengruppen beabsichtigt; soweit der Bieter mit der Übernahme Synergien erschließen möchte, kann der wirtschaftliche Erfolg bestritten werden. Ob der Vorstand der Zielgesellschaft die Aktionäre überzeugen kann, wird davon abhängen, inwieweit diese die Eigenständigkeit des Unternehmens als vorteilhaft für ihr Investment ansehen.

Eine besondere Herausforderung für den Vorstand der Zielgesellschaft ist aber gegeben, wenn eine attraktive Übernahmeprämie geboten wird, das Angebot aber deshalb als unerwünscht angesehen wird, weil der Bieter eine andere Unternehmenspolitik verfolgen will. Dann kann der Vorstand versuchen, die Aktionäre durch Werbemaßnahmen von den Nachteilen einer Übernahme zu überzeugen und insbesondere das eigene unternehmerische Konzept, die Effizienz seiner Arbeit, die Vorteile der Eigenständigkeit und die weitere wertorientierte Entwicklung darstellen. Kann in diesem Rahmen die öffentliche Meinung (Wirtschaftspresse, Analysten) gewonnen werden, wobei Glaubwürdigkeit und Vertrauenswürdigkeit des Vorstands(-Vorsitzenden) eine wesentliche Rolle spielen, so kann dies einen wesentlichen Einfluss auf die Entscheidung der Aktionäre haben. Sind öffentliche Interessen tangiert, so kann es sinnvoll sein, politische Entscheidungsträger für die Übernahmeabwehr zu gewinnen.

Die Stellungnahme zum Übernahmeangebot nach § 27 WpÜG/§ 14 ÜbG ist - auch in Verbindung mit Werbemaßnahmen - eine außerordentlich wirkungsvolle Abwehrmaßnahme.

**9. Die Suche nach einem konkurrierenden Bieter kann erfolgreich gegen ein unerwünschtes Übernahmeangebot eingesetzt werden; Abwehrhandlungen mit Zustimmung der Hauptversammlung sind rechtlich zulässig, dürften jedoch keine praktische Rolle spielen.**

Vorstände deutscher und österreichischer Zielgesellschaften haben mit der Suche nach einem konkurrierenden Bieter und der Möglichkeit, Abwehrhandlungen mit Zustimmung der Hauptversammlung zu ergreifen, gleichartige Handlungsspielräume zur Verhinderung einer feindlichen Übernahme. Die Suche nach einem konkurrierenden Bieter ist sinnvoll, wenn Bedenken gegen die Person des Bieters bestehen oder das Angebot unzureichend erscheint. Dann können die Aktionäre über verschiedene Bieterkonzepte im Rahmen ihrer Verkaufsentscheidung frei befinden und von dem höheren Übernahmepreis und/oder dem besseren Unternehmenskonzept<sup>1779</sup> profitieren. Nicht zu unterschätzen sind jedoch die erheblichen praktischen Probleme, einen konkurrierenden Bieter vor Ablauf der Annahmefrist zu finden; hier ist von entscheidendem Vorteil, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft frühzeitig „Weichenstellungen“ getroffen hat, etwa im Zusammenhang mit einer hierauf gerichteten Beteiligungspolitik.

Der Vorstand kann Abwehrmaßnahmen ergreifen, wenn diese von der Hauptversammlung ratifiziert werden. Die Zulässigkeit solcher Beschlüsse nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage ist nach deutschem Recht anerkannt<sup>1780</sup>; wegen der Ausnahmetatbestände in § 33 WpÜG ist jedoch nicht zu erwarten, dass solchen Beschlüssen eine große praktische Bedeutung zukommt<sup>1781</sup>. Nach österreichischem Recht (§ 12 ÜbG) ist der Beschluss der Hauptversammlung Voraussetzung für die Zulässigkeit einer Abwehrmaßnahme. Dennoch dürften zustimmende Beschlüsse der Hauptversammlung für die Praxis nur eine untergeordnete Rolle spielen, da sie eine Ablehnung des Übernahmeangebots durch die Aktionäre implizieren.

---

<sup>1779</sup> Krause, NZG 2000, 905 (911); Maier-Reimer, ZHR 165 (2001) 258 (264).

<sup>1780</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 189.

<sup>1781</sup> Schlitt/Ries, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 191.

**10. Die Ausnahmetatbestände nach § 33 Abs 1 WpÜG erweitern den Handlungsspielraum des Vorstands einer deutschen Zielgesellschaft zur Übernahmeabwehr nicht wesentlich, da aktienrechtliche, betriebswirtschaftliche und zeitliche Restriktionen zu berücksichtigen sind. Das Verhinderungsverbot nach § 12 ÜbG gibt dem Vorstand eine eindeutige Handlungsanweisung.**

Das Verhinderungsverbot ist in Deutschland und Österreich unterschiedlich geregelt. Der Vorstand einer österreichischen Aktiengesellschaft darf nach Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht keine Handlungen vornehmen, die den Erfolg eines Übernahmeangebots vereiteln können (§ 12 ÜbG). Lediglich das laufende Geschäft darf fortgeführt werden; gemeint sind Maßnahmen des normalen Geschäftsverlaufs, die vor dem Bekanntwerden der Übernahmeabsicht beschlossen wurden, wobei nicht vorausgesetzt wird, dass es bereits zu einer (teilweisen) Umsetzung der Maßnahme gekommen ist; um die Handlungsfähigkeit der Gesellschaft nicht zu beeinträchtigen, können auch Maßnahmen innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs getroffen werden, auch wenn diese erst nach einem vorliegenden Übernahmeangebot beschlossen werden. Dabei ist allerdings zu prüfen, ob es sich um unaufschiebbare Maßnahmen handelt. Privilegiert sind auch Maßnahmen außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs, mit deren Umsetzung bereits begonnen wurde<sup>1782</sup>, Teilakte müssen bereits irreversibel umgesetzt sein. Diese Regelung entspricht weitgehend § 33a WpÜG, der allerdings insoweit über § 12 ÜbG hinausgeht, als alltägliche Geschäfte vom Verhinderungsverbot gänzlich ausgenommen werden (§ 33a Abs 2 S 2 Z 2 WpÜG).

Da das Verhinderungsverbot nach § 12 Abs 2 ÜbG „absolut“ wirkt<sup>1783</sup>, dürfen selbst von zeitlich vor Bekanntwerden einer Übernahmeabsicht getroffenen Ermächtigungen der Hauptversammlung zur Einberufung eines genehmigten Kapitals (§ 169 öAktG)<sup>1784</sup>, zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen (§ 174 Abs 2 öAktG)<sup>1785</sup> oder zum Erwerb eigener Aktien (§ 65 Abs 1 Z 8 öAktG) nur Gebrauch gemacht werden, wenn die Hauptversammlung einen erneuten Beschluss fasst, der ausdrücklich auf die Verteidigung

---

<sup>1782</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 93; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 37.

<sup>1783</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 90; *Winner*, Zielgesellschaft 77; *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 20.

<sup>1784</sup> Erläuterungen zur RV ÜbG 1999 (34), in *Huber*, Übernahmegesetz vor § 12 (131).

<sup>1785</sup> *Diregger/Kalss/Winner*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup>, Das österreichische Übernahmerecht Rz 96.

gegen ein vorliegendes Übernahmeangebot gerichtet ist<sup>1786</sup>. Nur ausnahmsweise sind abwehrgeeignete Maßnahmen zulässig, etwa wenn bereits Verpflichtungen im Außenverhältnis eingegangen wurden oder Bagatellschwellen nicht überschritten werden<sup>1787</sup>. Auch ein bereits veröffentlichtes Rückkaufprogramm darf nur fortgesetzt werden, wenn der ausstehende Teil wegen seines Umfangs nicht mehr geeignet ist, ein Übernahmeangebot zu vereiteln<sup>1788</sup>.

Der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft kann zur Abwehr feindlicher Übernahmen nach § 33 WpÜG alle Maßnahmen ergreifen, die dem Handeln eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft entsprechen. Diese Ausnahme geht über die Fortführung des Tagesgeschäfts insoweit hinaus, als auch eine bereits eingeschlagene Unternehmensstrategie weiterverfolgt werden kann, was auch außergewöhnliche Geschäfte einschließt. Mit Zustimmung des Aufsichtsrats - als zweitem Ausnahmetatbestand - kann der Vorstand auch solche Maßnahmen durchführen, die nicht als ein Handeln eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters zu verstehen sind und die nicht im Rahmen einer festgelegten Unternehmensstrategie liegen. Der Vorstand kann eine neue Strategie verfolgen und auch Maßnahmen ergreifen, die erst durch das Übernahmeangebot veranlasst sind<sup>1789</sup>. Die Ausnahmeregelung deckt alle Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstandes, die verhinderungsgeeignet sind und deren Durchführung nicht von der Zustimmung der Hauptversammlung abhängt<sup>1790</sup>.

Allerdings kann der Vorstand von allgemeinen Ermächtigungen der Hauptversammlung keinen Gebrauch machen, wenn dies nicht zumindest durch einen Vorratsbeschluss nach § 33 Abs 2 WpÜG legitimiert wurde<sup>1791</sup>.

Die weitergehenden Ausnahmen nach § 33 Abs 1 WpÜG unterliegen aktienrechtlichen Restriktionen, sind teilweise nicht praxistauglich oder wirtschaftlich nur in Ausnahmefällen vertretbar. So kann ein ordentlicher und gewissenhafter Vorstand zwar über das

---

<sup>1786</sup> *Kalss*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 71 Rz 399; *Bydlinski/Winner*, ÖBA 1998, 913 (918); *Jud/Terlitz/Zollner*, *ecolex* 2000, 91 (92); *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58; *Winner*, Zielgesellschaft 219 („bestärkender Beschluss“).

<sup>1787</sup> *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 12 Rz 29 (31).

<sup>1788</sup> *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 58.

<sup>1789</sup> *Schlitt/Ries*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § 33 WpÜG Rz 163.

<sup>1790</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 26 (27).

<sup>1791</sup> *Hirte*, Kölner Kommentar WpÜG § 33 Rz 101; siehe dazu unter Abschnitt 9.4.2.

Tagesgeschäft hinausgehend auch außergewöhnliche Geschäfte abschließen, was zunächst ein vorhandenes Unternehmensinteresse für die konkrete Maßnahme voraussetzt. Sofern die Maßnahme verhinderungsgeeignet ist (zB Erwerb eines Unternehmens, durch das für den Bieter kartellrechtliche Probleme entstehen), muss sie auch unaufschiebbar sein, da ansonsten eigennützige Motive des Vorstands zu vermuten wären. Unter diesem Gesichtspunkt ergeben sich für den Vorstand in der Praxis kaum nennenswerte Möglichkeiten, durch die Weiterverfolgung einer Unternehmensstrategie eine Übernahme tatsächlich zu verhindern. Die Möglichkeit, Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrates zu ergreifen, ist rechtlich durch die Pflicht zur Wahrung des Unternehmensinteresses limitiert, so dass diese im Ergebnis nur ergriffen werden dürfen, wenn der Gesellschaft erheblicher Schaden droht. In derartigen Extremsituationen besteht jedoch auch für den Vorstand einer österreichischen Aktiengesellschaft ein Recht zur Übernahmeabwehr.

Der Vorstand einer deutschen Zielgesellschaft kann jedoch - genauso wie dies bei einer österreichischen Aktiengesellschaft möglich wäre - die Übertragung vinkulierter Namensaktien durch Verweigerung der Zustimmung verhindern, allerdings nur insoweit als die Verweigerungsgründe (zB Abwehr einer Übernahme) in der Satzung benannt sind. Soll die Zustimmung aus Gründen des Unternehmensinteresses verweigert werden, so bedarf diese Ermessensentscheidung des Vorstands im Hinblick auf die zu schützenden Aktionärsinteressen nach Vorliegen eines Übernahmegebots der Zustimmung durch den Aufsichtsrat (§ 33 WpÜG) oder der Hauptversammlung (§ 12 ÜbG). Dies wäre nur entbehrlich, wenn eine erhebliche Schädigung der Gesellschaft oder der einzelnen Interessengruppen durch den Erwerber zu befürchten wäre.

#### **11. Durch die Einlegung von Rechtsmitteln seitens der Zielgesellschaft kann ein Übernahmeverfahren nicht behindert werden.**

Rechtsmittel können im Übernahmeverfahren von der Zielgesellschaft nicht eingelegt werden, da die übernahmerechtlichen Regelungen keine drittschützende Wirkung entfalten. Gegen Entscheidungen der BaFin/Übernahmekommission kann die Zielgesellschaft rechtlich nicht vorgehen, auch bei einem mangelhaften Übernahmeangebot kann grundsätzlich nur nach Ablauf der Annahmefrist rechtlich interveniert werden. Jederzeit möglich ist aber eine Intervention der Zielgesellschaft bei der Aufsichtsbehörde, etwa in Form einer Eingabe oder durch Hinterlegung einer Schutzschrift.

Zusätzliche Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr ergeben sich nur für deutsche Aktiengesellschaften durch eine Instrumentalisierung der Vorschriften des WpÜG. Beruft der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft nach Vorliegen eines Übernahmeangebots eine Hauptversammlung ein, so verlängert sich die Annahmefrist auf 10 Wochen (§ 16 Abs 3 WpÜG). Der Zeitgewinn kann zur Vorbereitung der Übernahmeabwehr genutzt werden. Diese Möglichkeit besteht nach österreichischem Recht nicht; die Übernahmekommission kann bei glaubhafter Begründung der Notwendigkeit die Annahmefrist in einer Bandbreite von drei bis sechs Wochen festlegen (§ 19 Abs 1 ÜbG).

## **12. Die Handlungsspielräume deutscher und österreichischer Vorstände werden durch Haftungen und Sanktionen - weitgehend gleich lautend - beschränkt.**

Grundsätzlich haftet der Vorstand gegenüber der Gesellschaft für Sorgfaltspflichtverletzungen nach § 93 dAktG/§ 84 öAktG, insbesondere wenn erforderliche Zustimmungen von Aufsichtsrat oder Hauptversammlung nicht eingeholt werden, insbesondere bei einem Verstoß gegen das Verhinderungsverbot. Die Verletzung der Stellungnahmepflicht nach § 27 WpÜG/§ 14 ÜbG kann ebenfalls einen Schadenersatzanspruch der Gesellschaft auslösen. Aktionäre können Ansprüche aus § 117 dAktG/§ 100 öAktG oder aus §§ 823, 826 BGB/ §§ 1311, 1295 öAktG herleiten; ein wesentlicher Unterschied zwischen deutscher und österreichischer Rechtslage liegt darin, dass §§ 27, 33 WpÜG nach hM nicht als Schutzgesetze für einen deliktischen Ersatzanspruch herangezogen werden können, wohl aber §§ 12, 14 ÜbG.

Für Handlungen außerhalb eines Übernahmeverfahrens haftet der Vorstand nach allgemeinen Grundsätzen, kann aber auf einen weiten unternehmerischen Ermessensspielraum zurückgreifen und muss grundsätzlich nicht mit einer Inanspruchnahme rechnen, wenn interessenkonfliktfrei und angemessen informiert zum Wohle der Gesellschaft gehandelt wird. Durch den Abschluss einer D&O-Versicherung können die Haftungsrisiken wegen fahrlässigen Verhaltens abgesichert werden.

Verstöße gegen die Stellungnahmepflicht und das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot werden als Ordnungswidrigkeiten geahndet; die Bußgeldandrohung reicht nach § 60 Abs 3 WpÜG bis zu einer Million Euro, nach § 35 Abs 1 Z 2 ÜbG bis 50.000.- Euro und fällt damit für Vorstände österreichischer Aktiengesellschaften deutlich niedriger aus. Im

Zusammenspiel mit der zivilrechtlichen Haftung werden daher die Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr begrenzt.

**13. Die Handlungsspielräume zur Errichtung von Übernahmebarrieren, statuarischen Übernahmehindernissen und präventiven Abwehrmaßnahmen sind bei deutschen und österreichischen Aktiengesellschaft weitgehend übereinstimmend. Das ansonsten vorhandene Instrumentarium auf der Grundlage des „Europäischen“ Verhinderungsverbots ist für eine wirkungsvolle Übernahmeabwehr ausreichend. Von den Ausnahmetatbeständen nach § 33 WpÜG kann nur Gebrauch gemacht werden, wenn das Unternehmensinteresse, die Wirtschaftlichkeit und die tatsächlichen Umsetzungsmöglichkeiten unter zeitlichen Zwängen dies rechtfertigen, so dass sich in einer konkreten Übernahmesituation keine wesentlichen Vorteile gegenüber der österreichischen Rechtslage ergeben.**

Bei völlig unterschiedlicher Fassung des Verhinderungsverbots in Deutschland und Österreich sind die rechtlichen und tatsächlichen Handlungsspielräume der Vorstände nahezu identisch. Für den Ausgleich etwaiger Unterschiede bei Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen in Deutschland und Österreich sorgen das steuernde Element des Aktienrechts sowie wirtschaftliche und zeitliche Restriktionen. Die gesetzlichen Abwehrmöglichkeiten auf der Grundlage der EU-Übernehmerichtlinie sind ausreichend, die besonderen Ausnahmetatbestände nach § 33 WpÜG sind zur Übernahmeabwehr nicht erforderlich, sie haben bislang „in der heißen Phase von Übernahmeauseinandersetzungen ... keine besondere Rolle gespielt“<sup>1792</sup>. Ob diese Maßnahmen in Zukunft tatsächlich ergriffen werden, kann nur gemutmaßt werden. Nicht zu verkennen ist aber, dass für einen potenziellen Bieter von der deutschen Regelung das größere „Drohpotential“ ausgehen kann.

In Deutschland kommen Übernahmen verhältnismäßig häufig vor, insofern ist die Befürchtung, dass wegen der Ausnahmetatbestände nach § 33 WpÜG Übernahmen verhindert werden, nicht eingetroffen. Wirtschaftlich sinnvolle Übernahme vollziehen sich unter „freundlichen“ Umständen, feindliche Übernahmen kommen in erster Linie vor, wenn Akquisitionen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle getätigt werden; wird eine Übernahme wegen unterschiedlicher Unternehmenskonzepte als feindlich aufgefasst, so bestehen mit der Stellungnahme, mit Werbemaßnahmen oder mit der Suche nach einem

---

<sup>1792</sup> Hirte, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § 33 Rz 22.

alternativen Bieter ausreichende und in der Praxis bewährte Handlungsmöglichkeiten. Für Abwehrmaßnahmen zur Sicherung der Vorstandsposition findet sich im Gesetz keine Stütze; dies wäre auch ökonomisch verfehlt, zumal Übernahmen wegen der zunehmenden Bedeutung der Kapitalmärkte für die Unternehmensfinanzierung nicht erschwert werden sollen<sup>1793</sup>. Für die Ausnahmetatbestände vom „deutschen“ Verhinderungsverbot besteht weder ein praktischer Bedarf noch lassen sie sich wegen rechtlicher, wirtschaftlicher und zeitlicher Beschränkungen aus Anlass eines Übernahmeangebots umsetzen. Daher erscheint die „Europäisierung des Übernahmerechts“ nicht ausgeschlossen, wenn die Ergebnisse der Revision der EU-Übernahmerrichtlinie aus dem Jahr 2011 vorliegen<sup>1794</sup>.

---

<sup>1793</sup> *Steinmeyer* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> Einleitung Rz 21.

<sup>1794</sup> *Winner*, GesRZ 2010, 7 (12).

# Anlage 1: Übernahmeangebote (Deutschland) seit 2007

2007

<b>Bieter-Strategischer Investor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art<sup>1795</sup></b>	<b>Absicht des Bieters<sup>1796</sup></b>
Reverse Logistics GmbH	CCR Logistics Systems AG	FA	Profitables Wachstum durch strategische Größenvorteile
Fujitsu Services Overseas Holding Limited	TDS Informationstechnologie AG	PA	Ausbau der Geschäftstätigkeit und Zusammenführung der Kunden, Marken und Fertigkeiten
Société des Participations du Commissariat Á l'Energie Atomique (AREVA)	REpower Systems AG	FA	Bessere Nutzung der Marktchancen, verstärkte Zusammenarbeit, finanzielle Absicherung von großen strategischen Projekten
BPre Biopower Renewable Energy Inc.	a.i.s. AG	PA	Reaktivierung der insolvenzreifen Zielgesellschaft, um in Deutschland wirtschaftlich aktiv zu werden
Suzlon Windenergie GmbH	REpower Systems AG	FA	Beschleunigung des Wachstums in Europa ua durch Zukauf, gemeinsame Forschung und Entwicklung
All3Media Deutschland GmbH	MME Moviement AG	FA	Zugang zum deutschen Markt, Verfolgung komplementärer Wachstumsstrategien
Salzgitter Mannesmann GmbH	Klöckner-Werke AG	FA	Ausbau der Geschäftsaktivitäten durch externes Wachstum, Diversifizierung
Schuler AG	Müller-Weingarten AG	PA	Synergieeffekte durch Kosteneinsparung/Restrukturierung
Dr. Ing. h.c. F.Porsche AG	Volkswagen AG	PA	Verstärkte Kooperation, gemeinsame Entwicklungs-Projekte
Siemens AG	IBS AG	FA	Integration der Produkte, Nutzung der Kundenbasis
Sapardis S.A.	Puma AG	FA	Ergänzung und Neuausrichtung des Produktportfolios
Cura 12 Seniorenzentrum	Maternus-Kliniken AG	PA	Sanierung der Zielgesellschaft, Nutzung von Synergien
Cura 13 Seniorenzentrum GmbH	YMOS AG	PA	Abwendung der Insolvenz durch Liquiditätshilfe, Synergien
msg systems AG	COR AG	PA	Stärkung der Marktposition bei komplementärer Geschäftstätigkeit, Nutzung von Marktchancen und Synergien
Summit Real-Estate Lambda GmbH	Deutsche Real-Estate AG	FA	Stärkung der Marktposition, Effizienzsteigerung
E/LHS Acquisition GmbH	LHS AG	FA	Nutzung von Synergien
S-Finanzgruppe GmbH & Co. KG	Landesbank Berlin Holding AG	FA	Erschließung neuer strategischer Möglichkeiten
Omega I s.a.r.l.	Primacom AG	FA	Konsolidierung der Zielgesellschaft, Realisierung operativer Synergien, Kosteneinsparungen im administrativen Bereich
Holtzbrinck Networks GmbH	Abacho AG	FA	Stärkung der eigenen Marktposition, Wachstumspotential ZG
Alcon Inc.	WaveLight AG	FA	Nutzung des technologischen Wissens der Zielgesellschaft
Isra Vision AG	Parsytec AG	PA	Ausbau des Marktanteils, Technologietransfer

<sup>1795</sup> FA = Freiwilliges Angebot, PA = Pflichtangebot.

<sup>1796</sup> entnommen aus den Angebotsunterlagen, veröffentlicht unter [www. bafin.de](http://www.bafin.de).

Evalue AG	Actium Beteiligungs AG	PA	Nutzung von Personal, Wissen und Infrastruktur der ZG
Dowlake Venture Ltd.	Pandatel AG	PA	Liquidation der nicht mehr marktfähigen Zielgesellschaft
RCM Beteiligungs AG	SM Wirtschaftsberatungs AG	FA	Nutzung steuerlicher Verlustverträge, Synergien durch komplementäre Geschäftsmodelle, gemeinsamen Marktauftritt
Boursorama S.A.	OnVista AG	FA	Marktzugang, Kostensynergien, Restrukturierung, Verkauf von Vermögensgegenständen außerhalb des Kerngeschäft der ZG
SBW Schweizer Beteiligungswerte AG	FHR Finanzhaus AG	FA	Ausschöpfung von Wachstums- und Effizienzpotentialen
Fluxx AG	Sportwetten.de AG	FA	Vermarktung der gemeinsamen Kundenbasis, cross-selling
NTT Data Europe GmbH & Co. KG	Itelligence AG	FA	Stärkung der Marktposition durch Kooperation, Nutzung der Kundenbasis
Norddeutsche Landesbank Girozentrale	Deutsche Hypothekbank AG	FA	Zusammenführung der Aktivitäten, Wachstum, Gewinnung qualifizierten Personals
Computershare Beteiligungs GmbH & Co. KG	VEM Aktienbank AG	FA	Synergien, operative Integration
Swiss Life Beteiligungs GmbH	AWD Holding AG	FA	Nutzung der Vertriebs- und Distributionswege der ZG
TDMI Duitsland Holding B.V.	Arxes Network Communication Consulting AG	PA	Synergieeffekte im Einkauf, cross-selling
Saxonia Holding-GmbH & Co. KG	Essanelle Hair Group AG	PA	Erweiterung des Markenportfolios, Synergieeffekte durch gemeinsamen Einkauf
VIB Vermögen AG	BBi Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	PA	Erweiterung des Portfolios, Diversifizierung
Michael Tsifidaris ua	Haitec AG	PA	Sanierung (Bieter von Angebot befreit)
Humboldt Wedag GmbH	HIT International Trading AG	PA	Nutzung von Synergien, Aufteilung des Geschäfts

<b>Bieter Finanzinvestor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
TS Metropolis S.a.r.l.	A.A.A.AG	FA	Wachstum der Zielgesellschaft, Effizienzpotentiale nutzen
Aton GmbH	W.O.M. World of Medicine AG	PA	Ausbau Beteiligungsportfolio, Synergiepotentiale und Kosteneinsparungschancen nutzen
VV Beteiligungen AG	b.i.s. Börseninformationssysteme AG	PA	Mitwirkung an Verschmelzung mit vwd, Beibehaltung Börsennotierung
Red& Black Lux S.a.r.l.	Hugo Boss AG	FA	Konsolidierung ZG, Optimierung der Kapitalstruktur, d.h. höhere Fremdfinanzierung und Ausschüttung liquider Mittel
Red Morecra Ltd.	Value Management & Research AG	PA	Stabile Aktionärsstruktur, mittel- und langfristiges Wachstum,
Udai Vermögensverwaltung GmbH	Röder Zeitsysteme und Service AG	FA	Erweiterung operatives Geschäft, Unterstützung bei externem Wachstum und strategischen Partnerschaften
Schumag Beteiligungs-gesellschaft AG	Schumag AG	PA	Wachstum unterstützen, finanzielle Entlastung durch sale-and-lease back eines Betriebsgrundstücks

MEIF II Energie Beteiligungen GmbH & Co. KG	Techem AG	FA	Stärkung Kerngeschäft, Verfolgung Wachstumschancen, Überprüfung Kapitalstruktur und Dividendenpolitik, Fremdkapital erhöhen und Sonderdividende ausschütten
Santo Holding Deutschland GmbH	4SC AG	PA	Investitionen der ZG unter kaufmännischen Gesichtspunkten um Ertragskraft zu erhalten
MK Medien Beteiligungs GmbH	Intertainment AG	PA	Sanierung und Restrukturierung, Sicherung von zivilrechtlichen Ansprüchen in Klageverfahren
Augur Financial Holding Zwei GmbH & Co. KG	Schnigge Wertpapierhandelsbank AG	PA	Stabile Eigentümerstruktur zur Unterstützung des Wachstums

## 2008

<b>Bieter Strategischer Investor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
ComArch Software AG	SoftM Software und Beratung AG	PA	Externes Wachstum für Konzern; Synergien
KYOCERA MITA Corporation	TA Triumph-Adler AG	FA	Markterschließung, Synergien
Goldbach Ost GmbH	ARBOMedia AG	PA	Markterschließung, Synergien
Azkoyen S.A.	primion Technology AG	FA	gemeinsame Entwicklung neuer Technologien, Verstärkung der Forschungs- und Entwicklungsleistungen
IC Green Energy Ltd.	Petrotec AG	FA	Untersagung durch BaFin
QUANMAX Malaysia Sdn Bhd	Gericom AG	PA	Marktzugang, Synergien
Porsche Automobil Holding SE	AUDI AG	PA	Weiterer Ausbau von Synergien
Mann Immobilien-Verwaltung AG	POLIS Immobilien AG	PA	Weiterentwicklung der geschäftlichen Aktivitäten
TDK Germany GmbH	EPCOS AG	FA	Marktführerschaft ausbauen
Sophos Holdings GmbH	UTIMACO Safeware AG	FA	Nutzung globaler Vertriebswege, Marktführerschaft
Shire Deutschland Investments GmbH	Jerini AG	FA	Verbesserung der Marktbearbeitung durch Zusammenarbeit, Veräußerung strategisch nicht notwendigen Vermögens
Schaeffler KG	Continental AG	FA	Bündelung der Entwicklungs- und Innovationskompetenzen
RCM Beteiligungs AG	SM Wirtschaftsberatungs AG	PA	Gemeinsamer Marktauftritt, Verbesserung des Produktportfolios
Taylor Nelson Sofres plc	GfK AG	FA	Untersagung durch BaFin
Robert Bosch GmbH	ersol Solar Energy AG	FA	Aktivitäten in neuen Marktsegmenten
EM.Sport Media AG	Constantin Film AG	FA	„befreiendes“ Übernahmeangebot nach mittelbarer Kontrollerrlangung
ING Direct N.V.	Interhyp AG	FA	Erweiterung der Produktpalette, Steigerung der Profitabilität
STRABAG SE	STRABAG AG	FA	Absicherung der 75%-HV-Stimmrechtsmehrheit, höherer Ergebnisbeitrag
Eczacibasi Yapi Gerecleri San. ve Tic A.S. und Eczacibasi Holding A.S.	burgbad AG	FA	Synergien, Marktführerschaft, neue Märkte
AMG Invest GmbH	Graphit Kropfmühl AG	FA	Nutzung gemeinsamer Geschäftschancen
MPC Münchmeyer Petersen Capital AG	HCI Capital AG	FA	Gemeinsame Nutzung von know-how und Vertriebswegen

Grainger FRM GmbH	Francono Rhein-Main AG	FA	Wachstum, Diversifizierung des Portfolios
-------------------	------------------------	----	---

<b>Bieter Finanzinvestor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
White Beteiligungsgesellschaft mbH	nextevolution AG	PA	Verbesserung der Profitabilität, Gewinn durch spätere Veräußerung der Beteiligung
dievini Hopp BioTech holding GmbH & Co. KG	SYGNIS Pharma AG	PA	„buy and build“-Strategie, Verbreiterung der Geschäftsbasis
"PERUNI" Holding GmbH	PC-Ware Information Technologies AG	FA	Langfristiges Investment
Cross Industries AG	BEKO Holding AG	PA	Weiterentwicklung der Zielgesellschaft im Konzern
Augur Financial Holding Vier GmbH & Co. KG	cash.life AG	FA	Langfristiges Investment; Wachstum durch stabile Eigentümerstruktur
GOETHE INVESTMENTS S.à r.l.	ALTA FIDES AG	PA	Partizipation an einem schnell wachsenden Markt
AURELIUS Opportunity Development GmbH	Berentzen-Gruppe AG	FA	Steigerung der Profitabilität, Veräußerung von Vermögen, spätere Weiterveräußerung
ERGO Versicherungsgruppe AG	MEDICLIN AG	PA	Langfristiges Finanzinvestment
CSS Computer Security Solutions Erwerbs GmbH	COMPUTERLINKS AG	FA	Ausbau der Geschäftstätigkeit, Finanzierungsunterstützung für Wachstum
Cardea Holding GmbH	CEAG AG	PA	Erschließung weiteren Wachstums, Profitabilität
Dr. Philipp Daniel Merckle	Gruschwitz Textilwerke AG	FA	Langfristiges Investment
Pyramus S.à r.l.	D+S europe AG	FA	Finanzielle Unterstützung der Wachstumsstrategie, langfristiges Investment

## 2009

<b>Bieter Strategischer Investor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
Pelikan International Corporation	Herlitz AG	FA	Synergien erschließen, Zutritt zu neuen Märkten, Markenname, Erwerb einer „high-tech“-Immobilie
MHG Media Holdings GmbH	PROCON MultiMedia Aktiengesellschaft	FA	Nutzung von Synergien im Konzernverbund
Robert Bosch GmbH	aleo solar AG	FA	Erweiterung der Marktaktivitäten, Erschließung von know-how
Giesecke & Devrient GmbH	secunet Security Networks AG	FA	Ausbau des Kerngeschäfts
SAG Beteiligungs GmbH	IDS Scheer AG	FA	Erweiterter Marktzugang, Synergien, Wachstum
NTT Communications Deutschland GmbH	Integralis AG	FA	Abrundung Dienstleistungsangebot, Erwerb von know-how
HBT Holdings GmbH	Turbon AG	PA	Weiterführung der Restrukturierung
Bundesrepublik Deutschland	Hypo Real Estate Holding AG	FA	Staatliche Sanierungsbeteiligung
msg systems AG	FJA AG	PA	Ausbau Marktposition
Analytik Jena AG	CyBio AG	FA	Stabilisierung von Umsatz und Ergebnis, Synergien

<b>Bieter Finanzinvestor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
SKion GmbH	Altana AG	FA	squeeze out
Rothenberger 4 x S Vermögensverwaltung GmbH	a.a.a. AG	PA	Umstrukturierung und Optimierung, Auswechslung Vorstand – Rückwerb
FMI - Film-, Medien- und Internetbeteiligung GmbH	Odeon Film AG	FA	internes und externes Wachstum
D.E.I.N. Haus Holding GmbH	Bien-Zenker AG	PA	Umstrukturierung innerhalb einer Familie
Vestcorp AG	Ehlebracht AG	FA	Langfristige Investition in ertragsstarkes Unternehmen
Unifinter Administratiekantoor B.V.	Deutsche Real Estate AG	PA	Angebot nur wegen Kontrollerlangung, keine Absicht weitere Aktien zu erwerben
INTRO-Verwaltungs GmbH	Ludwig Beck am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG	PA	Langfristige Beteiligung an wachstumsstarkem Unternehmen
FORUM European Smallcaps GmbH	Pulsion Medical Systems AG	PA	Langfristiges Investment, Ausbau der Kontrollmehrheit um Übernahme industrieller Investoren zu verhindern

#### **2010 (bis 30.8.2010)**

<b>Bieter Strategischer Investor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
IDUNA Vereinigte Lebensversicherungs AG	OVB Holding AG	FA	Umstrukturierung des Konzerns
THE DMC Holding AG	MARBERT Holding AG	PA	langfristige Optimierung der Strategie, Ausbau und Verbesserung bestehender Strukturen, Abwehr industrieller Kaufinteressenten
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA ua	Dinkelacker AG	PA	Keine Änderungen beabsichtigt
Nordfrost GmbH & Co. KG	Kühlhaus Zentrum AG	PA	Synergien, Erhöhung des Marktanteils
ANWR Zweite Beteiligungsgesellschaft mbH	GARANT SCHUH + MODE AG	PA	Aufbau eines Handelsverbands, Internationalisierung, Stärkung der Marktposition, Synergien
Günther Leibinger	AdCapital AG	FA	Synergien, Sitzverlegung
Thüga AG ua	Mainova AG	PA	Keine Änderungen beabsichtigt, da Angebotspflicht (mittelbare Kontrollerlangung)

<b>Bieter Finanzinvestor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
MKBH Beteiligungs GmbH.	BHE Beteiligungs- AG	PA	Ertragsverbesserung durch Personalabbau, Veräußerung von Immobilien, Investment in neue ertragsstarke Immobilien, Auswechslung des Vorstands möglich
dievini Hopp BioTech holding GmbH & Co. KG	Wilex AG	PA	günstiger Erwerbspreis, spätere Weiterveräußerung möglich
Shield Bidco Limited	Utimaco Safeware AG	FA	Unterstützung bei Wachstumsstrategie
Argon GmbH & Co. KG	P&I Personal & Informatik AG	FA	Attraktive Kapitalanlage, nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes

## Anlage 2: Übernahmeangebote (Österreich) seit 2004

(bis 30.8.2010)

<b>Bieter - Strat. Investor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters<sup>1797</sup></b>
ECO Business-Immobilien AG	conwert Immobilien Invest SE	FA	Unterbewertung der Aktie soll durch Hebung der Immobilienwerte aufgeholt werden
CA Immo International AG	CA Immobilien Anlagen AG	PA	Rückführung eines Börsengangs, Synergien
Eimco Water Technologies GmbH	Christ Water Technology AG	FA	Wachstum, Erwerb attraktiver Vermögenswerte
Barracuda Networks Inc.	Phion AG	FA	Wachstum, Synergien
Deutsche Lufthansa AG	Austrian Airlines AG	FA	Stärkung Marktposition, Synergien
Voest alpine AGSI	Böhler Uddeholm AG	FA	Diversifizierung
Kerbler & Kowar Holding GmbH	Kapital&Wert Vermögensverwaltung AG	PA	Stärkung Marktposition, Synergieeffekte und Größenvorteile
Unicredito Italiano S.p.A. SI	Bank Austria Creditanstalt AG	FA	Marktführerschaft in Zentral- und Osteuropa, Kooperation, Regorganisation, Mitarbeiter-Knowhow
Österreichische Volksbanken AG	Investkredit Bank AG	FA	Ergänzung der Kompetenzen, des Produktportfolios und der Vertriebsaktivitäten
Siemens AG Österreich SI	VA Technologie AG	FA	Stärkung der Marktposition, Bereitstellung von Vertriebs- F&E Potenzial zur strategischen Positionierung und Wachstum, Integration in Siemens-Konzern
EDC Investment Limited SI	Topcall International AG	FA	Synergieeffekte durch Austausch von Technologie und Knowhow

<b>Bieter - Finanzinvestor</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Art</b>	<b>Absicht des Bieters</b>
Sulipo Beteiligungsverwaltungs GmbH	Constantia Packaging AG	FA	Strategische Veränderungsprozesse zur nachhaltigen Wertsteigerung – langfristiges Investment
BF Informationstechnologie-Beteiligungsgesellschaft mbH FI	Brainforce Holding AG	PA	Beteiligung an zukunftssträchtigen Unternehmen mit funktionierendem Management und expansiver Entwicklung - Fortsetzung der Reorganisation
Albertgasse 35 BeteiligungsgmbH&Co.KG FI	Conwert Immobilien Invest SE	FA	Erwerb der Anteile für Gesellschafter des Bieters, befristete gemeinsame Stimmrechtsausübung
Cross Industries AG	Pankl Racing Systems AG	PA	Erlangung der einfachen Mehrheit, Fortsetzung der Konzentration auf Kerngeschäft
Cross Industries AG	Unternehmens Invest AG	PA	Realisierung von Synergien aufgrund sich ergänzender Tätigkeitsbereiche
Hamilton Handels- und Beteiligungsgesellschaft m.b.H. FI	Mautner Markhof Nahrungs- und Genussmittel Beteiligungs AG	PA	Steigerung der Produktion ua durch externes Wachstum, Verwertung einer Liegenschaft zur Finanzierung der Expansion
Baumax Anteilsverwaltungs AG FI	bauMax AG	FA	Bereinigung der Beteiligungsstruktur

<sup>1797</sup> entnommen aus [www.takeover.at](http://www.takeover.at).

### Anlage 3: Ausgewählte Übernahmeauseinandersetzungen

<b>Bieter</b>	<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Gründe für Ablehnung</b>	<b>Ergebnis</b>
Pirelli, Italien	Continental AG	Ausländische Bieter	Übernahme gescheitert
Krupp AG	Thyssen AG	Arbeitsplatzabbau	Fusion auf Verhandlungsweg
Vodafone	Mannesmann AG	Schädlich für Shareholder Value	Übernahme nach Angebotserhöhung
Novartis	Aventis	Erhalt der Unabhängigkeit	Übernahme durch anderen – auch feindlichen – Bieter: Sanofi-Synthélabo
Merck KGaA	Schering AG	Angebot zu niedrig	Übernahme durch Bayer AG - „White Knight“
Schäffler-Gruppe	Continental AG	Angebot zu niedrig	Übernahme nach Angebotserhöhung und „Sicherheitsgarantien“
CVC Capital Partners	Böhler Uddeholm AG	Ausländischer Finanzinvestor	Übernahme durch voestalpine AG - „White Knight“
OMV	MOL	Angebot zu niedrig	Übernahme gescheitert

## Literaturverzeichnis

- Aha*, Rechtsschutz der Zielgesellschaft bei mangelhaften Übernahmeangeboten, AG 2002, 160
- Adams*, Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Missbrauch, AG 1989, 333
- Adams*, Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer? AG 1990, 243
- Adams*, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, AG 1990, 63
- Adams*, Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“, AG 1994, 148
- Asquith*, Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns, Journal of Financial Economics 1983, 51
- Assmann*, Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, AG 1995, 563
- Assmann*, Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997, 50
- Assmann*, Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationsverbots, ZGR 2002, 697
- Assmann*, Die Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage nach § 12 WpÜG. AG 2002, 153
- Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, in *Assmann/Basualda/Bozenhardt/Peltzer*, Übernahmeangebote, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 9 (1990) 1 (zitiert: *Assmann/Bozenhardt*, Übernahmeangebote)
- Assmann/Pöttsch/Schneider*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2005) (zitiert: *Bearbeiter in Assmann/Pöttsch/Schneider*, WpÜG § Rz)
- Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar<sup>5</sup> (2009) (zitiert: *Bearbeiter in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § Rz)

- van Aubel*, Vorstandspflichten bei Übernahmeangeboten (1996) (zitiert: *van Aubel*, Vorstandspflichten)
- Austmann*, Integration der Zielgesellschaft nach Übernahme, ZGR 2009, 277
- Ballwieser*, Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz, in *Ballwieser*, Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift Moxter (1994) 1379
- Baums*, Hostile Takeovers in Germany – A Case Study on Pirelli vs. Continental AG, Arbeitspapier 3/93, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück (1993)
- Baums*, Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung, in *von Rosen/Seifert*, Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 165 (zitiert: *Baums* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)
- Baums/Thoma*, WpÜG Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (zitiert: *Bearbeiter* in *Baums/Thoma*, WpÜG § Rz)
- Bayer*, Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, ZGR 2002, 588
- Bebchuk*, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, Harvard Law Review 1982, 1028
- Bebchuk*, The Pressure to Tender: An Analysis and a proposed Remedy, Delaware Journal of Corporate Law 1987, 911
- Becker*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001) 280
- Beisel/Andreas*, Beck'sches Mandatshandbuch Due Diligence (2007) (zitiert: *Bearbeiter* in *Beisel/Andreas*, Due Diligence § Rz)
- Beisel/Klumpp*, Der Unternehmenskauf<sup>6</sup> (2009)
- Berens/Strauch*, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen - Eine empirische Untersuchung (2002) - teilweise abgedruckt in WPg 2002, 511)
- Berger*, Unternehmensübernahmen in Europa, ZIP 1991, 1644
- Bilstein*, Die Bewertung des Unternehmens, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 223 (zitiert: *Bilstein* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)
- Bittlingmayer*, The Market for Corporate Control (including Takeovers), Encyclopedia of Law and Economics 1998, 725 - abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=90538>

- Blättchen/Nespethal,* „Öffentliche Übernahmen“ börsennotierter Unternehmen in Deutschland, Halbjahresreports: 1. Halbjahr 2007, Finanz Betrieb 2007, 770; 2. Halbjahr 2007 Finanz Betrieb 2008, 301; 1. Halbjahr 2008, Finanzbetrieb 2008, 813; 2. Halbjahr 2008, Finanz Betrieb 2009, 217; 1. Halbjahr 2009, Finanz Betrieb 2009, 597
- Block/Barton/Radin,* The Business Judgment Rule - Fiduciary Duties of Corporate Directors (1998)
- Böhm,* Der Rückkauf eigener Aktien und Übernahmetransaktionen, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 327 (zitiert: *Böhm* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)
- Böttcher,* Verpflichtung des Vorstands einer AG zur Durchführung einer Due Diligence, NZG 2005, 49
- Böttcher,* Organpflichten beim Unternehmenskauf, NZG 2007, 481
- Bradley,* Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control, The Journal of Business 1980, 345
- Bradley/Desai/Kim,* Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between Stockholders of Target and Acquiring Firms, Journal of Financial Economics 1988, 3
- Bradley/Desai/Kim,* The Rationale behind Interfirm Tender Offers – Information or Synergy, Journal of Financial Economics 1983, 183
- Brömmelmeyer,* Neue Regeln für die Binnenhaftung des Vorstands – Ein Beitrag zur Konkretisierung der Business Judgment Rule, WM 2005, 2065
- Brown/Medoff,* The Impact of Firm Acquisitions on Labor, in *Auerbach*, Corporate Takeovers: Causes and Consequences (1988)
- Bubik,* Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse (2005) (zitiert: *Bubik*, Erfolgskriterien)
- von Buddenbrock,* Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, (1999) 277 (zitiert: *von Buddenbrock* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)
- Bühner,* Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse empirischer Analysen (1990) (zitiert: *Bühner*, Unternehmenszusammenschlüsse)
- Bühner,* The success of mergers in Germany, International Journal of Industrial Organization (1991) 513, abgedruckt in *Cosh/Hughes*, Takeovers II (1998) 107
- Bühner,* Reaktionen des Aktienmarktes auf Unternehmenszusammenschlüsse, - eine empirische Untersuchung, ZfbF 42 (1990) 295

- von Bülow/Bücker*, Das Konzernprivileg des § 36 Nr. 3 WpÜG, *Der Konzern* 2003, 185
- Bürgers/Holzborn*, Haftungsrisiken der Organe einer Zielgesellschaft im Übernahmefall, insbesondere am Beispiel einer Abwehrkapitalerhöhung, *ZIP* 2003, 2273
- Bungert*, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht – zum Siemens/Nold-Urteil des BGH, *NJW* 1998, 488
- Busse von Colbe*, Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht, *ZGR* 1997, 271
- Bydlinski/Winner*, Das neue Übernahmegesetz: Ein Überblick über die materiellrechtlichen Bestimmungen, *ÖBA* 1998, 913
- Cable/Palfrey/Runge*, Economic Determinants and Effects of Mergers in West-Germany 1964 – 74, *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 136 (1980) 226
- Cahn*, Pflichten des Vorstandes beim genehmigten Kapital mit Bezugsrechtsausschluss, *ZHR* 163 (1999) 554
- Cahn*, Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener, *ZHR* 167 (2003) 262
- Coffee*, Market for Corporate Control, *Columbia Law Review* 1984, 1146
- Cramer*, Change of Control-Klauseln im deutschen Unternehmensrecht (2008) (zitiert: *Cramer*, Change of Control-Klauseln)
- Daum*, Übernahme einer Aktiengesellschaft (1993) (zitiert: *Daum*, Übernahme)
- Daum*, Die unkoordinierte Übernahme einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht (1992) (zitiert: *Daum*, Unkoordinierte Übernahme)
- Dennis/McConnell*, Corporate Mergers and Security Returns, *Journal of Financial Economics* 1986, 143
- Denzel*, Die Neutralitätspflicht im europäischen Übernahmerecht (2005) (zitiert: *Denzel*, Neutralitätspflicht)
- Dibelius*, Mergers&Acquisitions: Schnittstelle zwischen Unternehmen und Kapitalmärkten, in *Picot*, *Handbuch Mergers&Acquisitions*<sup>3</sup> (2005) 41
- Diekmann*, Änderungen im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz anlässlich der Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie in das deutsche Recht, *NJW* 2007, 17
- Diemer/Hasselbach*, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, *NZG* 2000, 824
- Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, *NZG* 2004, 929

- Dimke/Heiser*, Neutralitätspflicht, Übernahmegesetz und Richtlinienvorschlag 2000, NZG, 2001, 241
- Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht<sup>2</sup> (2007) (zitiert: *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz)
- Diregger/Winner*, Deutsches und österreichische Übernahmerecht aus Anlegersicht, WM 2002, 1583
- Dodd/Ruback*, Tender Offers and Stockholders Return, Journal of Financial Economics 1977, 351
- Doralt, Peter*, Überlegungen zur Gestaltung der Vorschriften über das Recht des öffentlichen Übernahmeangebotes in Österreich, in *Forster/Grunewald/Lutter/Semler (Hrsg)*, Aktien und Bilanzrecht, Festschrift für Bruno Kropff (1997) 54
- Doralt, Peter*, Der ökonomische Hintergrund und die Interessengegensätze bei Übernahmeangeboten, in *Doralt, Nowotny, Schauer (Hrsg)*, Takeover-Recht - Rechtsvergleichende Berichte, Entwurf der 13. EG-Richtlinie und österreichischer Ministerialentwurf 1997 (1997) 1 (zitiert: *Doralt* in *Doralt/Nowotny/Schauer (Hrsg)* Takeover-Recht)
- Doralt, Peter*, Die wechselseitige Beteiligung im Gesellschaftsrecht, ÖStZ 1977, 48
- Doralt, Peter/  
Doralt, Walter*, Rechtsvergleichung und Rezeption in der Managerhaftung, Festschrift für Helmut Koziol zum 70. Geburtstag (2010) 565
- Doralt, Peter/  
Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz (2003) (zitiert: *Bearbeiter* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § Rz)
- Doralt, Peter/Winner*, Antikritisches zum Ministerialentwurf des Übernahmegesetzes, eolex 1997, 936
- Drygala*, Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, ZIP 2001, 1861
- Easterbrook*, Two agency cost explanations of dividends, American Economic Review 1984, 650
- Easterbrook/Fischel*, Corporate Control Transactions, Yale Law Journal 1982, 698
- Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law (1991)
- Easterbrook/Fischel*, The Proper Role of a Targets Management in Responding to a „Tender Offer“, Harvard Law Review 1981, 1161

- Ebenroth/Daum*, Die Kompetenzen des Vorstandes einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, DB 1991, 1105 (Teil I), 1157 (Teil II)
- Ebert*, Evaluation von Synergien bei Unternehmenszusammenschlüssen (1998) (zitiert: *Ebert*, Evaluation)
- Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2003) (zitiert: *Bearbeiter* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG § Rz)
- Ekkenga*, § 33 WpÜG: Neutralitätsgebot oder Grundsatz der Abwehrbereitschaft, in *Ekkenga/Hadding/Hammen* (Hrsg), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung, Festschrift Kümpel zum 70.Geburtstag (2003) 95
- Ekkenga/Hofschroer*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Teil I, DStR 2002, 724, Teil II, DStR 2002, 768
- Emmerich*, Kartellrecht<sup>10</sup> (2006)
- Enzinger*, Shareholder Value – Modisches Schlagwort oder gesellschaftsrechtlich relevanter Begriff, GesRZ 1997, 218
- von Falkenhausen*, Übernahmeprophylaxe – Die Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft, NZG 2007, 97
- von Falkenhausen/von Klitzing*, Wandelanleihen als poison pill, ZIP 2006, 1513
- Fama*, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance 1979, 383
- Faulli-Oller/Motta*, Managerial Incentives for Takeovers, Journal of Economics and Management Strategy 1996, 497
- Ferrarini/Miller*, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Cornell International Law Journal 2009, 301
- Flassak*, Der Markt für Unternehmenskontrolle: eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts (1995) (zitiert: *Flassak*, Der Markt für Unternehmenskontrolle)
- Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) (zitiert: *Bearbeiter* in *Fleischer*, Handbuch § Rz)
- Fleischer*, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320 b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Verbundberücksichtigungsprinzip? ZGR 1997, 368
- Fleischer*, Konkurrenzangebote und Due Diligence, ZIP 2002, 651

- Fleischer*, Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: Von „Holzmüller“ zu „Gelatine“, NJW 2004, 2335
- Fleischer*, Zweifelsfragen der verdeckten Gewinnausschüttung im Aktienrecht, WM 2007, 909
- Fleischer/Kalss*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002) (zitiert: *Fleischer/Kalss*, WpÜG)
- Fleischer/Schmolke*, Zum Sondervotum einzelner Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder bei Stellungnahmen nach § 27 WpÜG, DB 2007, 95
- Friedhoff*, Marken in der Übernahmeabwehr (2006)
- Friedl*, Die Haftung des Vorstands und Aufsichtsrats für eine fehlerhafte Stellungnahme gemäß § 27 I WpÜG, NZG 2004, 448
- Geibel/Süßmann*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz<sup>2</sup> (2008) (zitiert: *Bearbeiter in Geibel/Süßmann*, WpÜG<sup>2</sup> § Rz)
- Gilson/Black*, The Law and Finance of Corporate Acquisitions<sup>2</sup> (1995)
- Goette/Habersack*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz<sup>3</sup>, Band 1 und 2 (2008), Band 5 (2010), Band 6 (2011) (zitiert: *Bearbeiter*, Münchener Kommentar AktG<sup>3</sup> § Rz)
- Götz*, Die unbefugte Weitergabe von Insidertatsachen, DB 1995, 1949
- Gort*, An Economic Disturbance Theory of Mergers, Quarterly Journal of Economics 1969, 624 - in *Cosh/Hughes*, Takeovers (1998) 3
- Groh*, Shareholder Value und Aktienrecht, DB 2000, 2153
- Groß*, Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, AG 1994, 266
- Grundmann/Möslein*, Die goldene Aktie und der Markt für Unternehmenskontrolle im Rechtsvergleich - insbesondere Staatskontrollrecht, Höchst- und Mehrfachstimmrechte sowie Übernahmeabwehrmaßnahmen, ZvglRW 102 (2003) 289
- Grunewald*, Europäisierung des Übernahmerechts, AG 2001, 288
- Haarmann/Schüppen*, Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz<sup>3</sup> (2008) (zitiert: *Bearbeiter*, Frankfurter Kommentar WpÜG<sup>3</sup> § Rz)
- Habersack*, Aufsteigende Kredite im Lichte des MoMiG und des „Dezember“-Urteils des BGH, ZGR 2009, 347

- Hahn*, Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften (1992) (zitiert: *Hahn*, Feindliche Übernahme)
- Hahn*, Die Regulierung von Übernahmen in der Europäischen Gemeinschaft, ZBB 1990, 10
- Harbarth*, Europäische Durchbrechungsregel im deutschen Übernahmerecht, ZGR 2007, 1
- Harbarth*, Die Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrates zur Gegenleistung bei Übernahmeangeboten, ZIP 2004, 4
- Hasselbach*, Die Weitergabe von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften - Unter Berücksichtigung des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. 10. 2004, NZG 2004, 1087
- Hauschka/Roth*, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, 181
- Hausmaninger/  
Herbst*, Übernahmegesetz Kommentar (1999)
- Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2007) (zitiert: *Bearbeiter* in *Heidel*, Aktienrecht<sup>2</sup> § Rz)
- Hemeling*, Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence, ZHR 169 (2005) 274
- Herman/Loewenstein*, The Efficiency Effects of Hostile Takeovers, in *Coffee/Loewenstein/Rose-Ackermann (Hrsg)*, Knights, Raiders & Targets (1988) 211
- Hirte*, Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, ZGR 2002, 623
- Hirte*, Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung (1986) (zitiert: *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss)
- Hirte/von Bülow*, Kölner Kommentar zum WpÜG<sup>2</sup> (2010) (zitiert: *Bearbeiter*, Kölner Kommentar WpÜG<sup>2</sup> § Rz)
- Hirte/Schander*, Die Organpflichten bei Unternehmensübernahmen, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 341 (zitiert: *Hirte/Schander* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)
- Hlawati/Birkner/  
Graf*, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, *ecolex* 2000, 84
- Hoenig/Stingl*, Geschäftschancen - Gedanken zur Reichweite des Einlagenrückgewährverbots, *GesRZ* 2007, 23

- Hofmann,* Due Diligence – Möglichkeiten und Grenzen des Managements (2006)
- Hofmeister,* Der Ausschluss des aktiengesetzlichen Bezugsrechts bei börsennotierten AG, NZG 2000, 713
- Holzapfel/Pöllath,* Unternehmenskauf in Recht und Praxis<sup>13</sup> (2008)
- Hopt,* Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534
- Hopt,* Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002) 383
- Hopt,* Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in *Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala*, Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag (2000) 1361
- Hopt,* Übernahmeangebote im europäischen Recht, Festschrift für Fritz Rittner zum 70. Geburtstag (1991) 187
- Hopt,* Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333
- Hopt/Mülbert/Kumpan,* Reformbedarf im Übernahmerecht, AG 2005, 109
- Hopt/Wiedemann,* Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> (2008) (zitiert: *Bearbeiter*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> § Rz)
- Hopt/Wymeersch,* European Takeovers, Law and Practice (1992)
- Huber,* Übernahmegesetz Kommentar (2007) (zitiert: *Bearbeiter* in *Huber*, Übernahmegesetz § Rz)
- Hüffer,* Aktiengesetz<sup>9</sup> (2010) (zitiert: *Hüffer*, Aktiengesetz<sup>9</sup> § Rz)
- Hüffer,* Aktienbezugsrechte als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern – gesellschaftsrechtliche Analyse, ZHR 161 (1997) 214
- Ihrig,* Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht, ZHR 167 (2003) 315
- Ihrig,* Genehmigtes Kapital und Bezugsrechtsausschluss, WiB 1997, 1181
- Ihrig,* Reformbedarf beim Haftungstatbestand des § 93 AktG, WM 2004, 2098
- Immenga,* Vertragliche Vinkulierung von Aktien? AG 1992, 79
- Immenga/Noll,* Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht - Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1990) (zitiert: *Immenga/Noll*, Feindliche Übernahmeangebote)

- Jabornegg/Strasser*, AktG Kommentar, 4. und 5. Auflage (zitiert: *Bearbeiter* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>Auflage</sup> § Rz)
- Jarrell/Brickley / Netter*, The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, The Journal of Economic Perspectives 1988, 49
- Jensen*, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review 1986, 323
- Jensen*, Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives 1988, 21
- Jensen*, The Takeover-Controversy: Analysis and Evidence, in *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman*, Knights, Raiders and Targets (1988) 314
- Jensen/Meckling*, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 1976, 305
- Jensen/Ruback*, The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics 1983, 5
- Jud/Terlitz/Zollner*, Der R ckerwerb eigener Aktien als Instrument der Abwehr von Übernahmeangeboten, *ecolex* 2000, 91
- Kainer*, Unternehmensübernahmen im Binnenmarktrecht (2004) (zitiert: *Kainer*, Binnenmarktrecht)
- Kallfass*, Staatliche Zusammenschlusskontrolle oder unreglementierte Märkte für Unternehmenskontrolle? *WuW* 1992, 597
- Kalss*, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, *NZG* 1999, 421
- Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, *wbl* 2001, 366
- Kalss*, Vorstandshaftung in 15 europäischen Ländern (2005) (zitiert: *Bearbeiter* in *Kalss*, Vorstandshaftung)
- Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht - Band I System (2005) (zitiert: *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § Rz)
- Kalss/Nowotny/Schauer*,  sterreichisches Gesellschaftsrecht (2008) (zitiert: *Bearbeiter* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht)

- Kapsch/Grama,* Business Judgment Rule: Abgrenzung pflichtwidriger von bloß unglücklichen Geschäftsentscheidungen, *ecolex* 2003, 524
- Kastner,* Syndikatsverträge in der österreichischen Praxis, *ÖZW* 1980, 1
- Kastner/Doralt, Peter/Nowotny,* Grundriss des österreichischen Gesellschaftsrechts<sup>5</sup> (1990) (zitiert: *Kastner/Doralt/Nowotny, Grundriss*<sup>5</sup>)
- Kerber,* Staatliche Aktionärsprivilegien weiterhin ungeklärt – Anmerkungen zum Urteil des EuGH, *NZG* 2007, 942 - , *NZG* 2008, 9
- Kerber,* Anmerkung zu BGHZ 136, 133, *DZWiR* 1998, 324
- Kessler,* Die Leitungsmacht des Vorstandes einer Aktiengesellschaft (II), *AG* 1995, 121
- Kessler,* Die aktienrechtliche Organhaftung im Lichte der „business judgement rule“ - eine rechtsvergleichende Betrachtung zum deutschen und US-amerikanischen Recht, *Festschrift für Horst Baumann* (1999)
- Kiem,* Der Hauptversammlungsentscheid zur Legitimation von Abwehrmaßnahmen nach dem neuen Übernahmegesetz, *ZIP* 2000, 1509
- Kieth,* Vorstandshaftung aufgrund fehlerhafter Due Diligence beim Unternehmenskauf, *NZG* 1999, 976
- Kindler,* Die sachliche Rechtfertigung des aktienrechtlichen Bezugsrechtsausschlusses im Lichte der Zweiten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft, *ZHR* 158 (1994), 339
- Kindler,* Bezugsrechtsausschluss und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischem Recht, *ZGR* 1998, 35
- Kirchner,* Managementpflichten bei „feindlichen“ Übernahmeangeboten, *WM* 2000, 1821
- Kirchner,* Szenarien einer „feindlichen“ Unternehmensübernahme: Alternative rechtliche Regelungen im Anwendungstest, *BB* 2000, 105
- Kirchner,* Neutralitäts- und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesellschaft im Übernahmerecht, *AG* 1999, 481
- Klein,* Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, *NJW* 1997, 2085
- Klein/Stucki,* Öffentliche Übernahmeangebote in Frankreich, *RIW* 2001, 488

- Kley*, Strategische Allianzen als Alternative zu Übernahmen, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 395 (zitiert: *Kley* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)
- Klick/Sitkoff*, Agency Costs, Charitable Trusts, and Corporate Control: Evidence from Hershey's Kiss-off, *Columbia Law Review* 2008, 749
- Knott*, Freiheit, die ich meine: Abwehr von Übernahmeangeboten nach Umsetzung der EU-Richtlinie, *NZG* 2006, 849
- Koch*, Der Erwerb eigener Aktien - kein Fall des WpÜG, *NZG* 2003, 61
- Kock/Dinkel*, Die zivilrechtliche Haftung von Vorständen für unternehmerische Entscheidungen - Die geplante Kodifizierung der Business Judgment Rule im Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts, *NZG* 2004, 441
- Körber*, Geschäftsleitung der Zielgesellschaft und due diligence bei Paketerwerb und Unternehmenskauf, *NZG* 2002, 263
- Koppensteiner*, Gruppenbesteuerung, Verlustvortrag und Gesellschaftsrecht, *GeS* 2005, 404
- Koppensteiner*, GmbHG-Kommentar<sup>2</sup> (1999)
- Kort*, Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, *Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag* (2000) 1421
- Kort*, „Change-of-Control“-Klauseln nach dem „Mannesmann“-Urteil des BGH: zulässig oder unzulässig? *AG* 2006, 106
- Kort*, Voraussetzungen der Zulässigkeit einer D&O-Versicherung von Organmitgliedern, *DStR* 2006, 799
- Kossmann*, Der Anspruch auf Genehmigung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien, *BB* 1985, 1364
- Kraus*, Angebotspflicht durch Angebotsverhinderung bei Standstill-Vereinbarungen? *wbl* 2010, 64
- Krause*, Das obligatorische Übernahmeangebot – Eine juristische und ökonomische Analyse (1996) (zitiert: *Krause*, Das obligatorische Übernahmeangebot)
- Krause*, Das neue Übernahmerecht, *NJW* 2002, 705
- Krause*, Zwei Jahre Praxis mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, *NJW* 2004, 3681

- Krause,* Zur „Pool- und Frontenbildung“ im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen „feindliche“ Übernahmeangebote, AG 2000, 217
- Krause,* Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, AG 2002, 133
- Krause,* Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie (1996), AG 1996, 209
- Krause,* Die geplante Take-over Richtlinie der Europäischen Union mit Ausblick auf das geplante deutsche Übernahmegesetz, NZG 2000, 905
- Krause,* Die Abwehr feindlicher Übernahmeangebote auf der Grundlage von Ermächtigungsbeschlüssen der Hauptversammlung, BB 2002, 1053
- Krejci,* Verschwiegenheitspflichten des AG-Vorstandes bei Due-Diligence-Prüfungen, RdW 1999, 574
- Krejci,* Sorgfalt und Unternehmerwagnis, in *Kalss (Hrsg)*, Festschrift Peter Doralt zum 65. Geburtstag (2004) 351
- Krieger,* Organpflichten und Haftung in der AG, in *Krieger/Schneider*, Handbuch Managerhaftung (2007)
- Krieger,* in *Henze/Hoffmann-Becking (Hrsg)*, Gesellschaftsrecht (2001), RWS-Forum 20 (2001) 289
- Krömker,* Der Anspruch des Paketaktionärs auf Informationsoffenbarung zum Zwecke der Due Diligence, NZG 2003, 418
- Kropff/Semler,* Münchener Kommentar zum Aktiengesetz<sup>2</sup> (zitiert: *Bearbeiter*, Münchener Kommentar AktG<sup>2</sup> § Rz)
- Krüger/Kalbfleisch,* Due Diligence bei Kauf und Verkauf von Unternehmen - Rechtliche und steuerliche Aspekte der Vorprüfung beim Unternehmenskauf, DStR 1999, 174
- Kübler,* Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung, AG 1994, 141
- Kübler/Mendelson/  
Mundheim,* Die Kosten des Bezugsrechts, AG 1990, 461
- Kuhner,* Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, ZGR 2004, 244
- Kunz,* Würde die Übernahme des § 93 Abs 1 dAktG in das österreichische Aktienrecht zu mehr Rechtssicherheit in Bezug auf nützliche Gesetzesverletzungen führen? GesRZ 2007, 91

- Lange*, Das Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft und sein Einfluss auf die Rechtsstellung der die Übernahme fördernden Aufsichtsratsmitglieder, WM 2002, 1737
- Leber/Oberhausberg*, Wertorientiertes Konzernmanagement – Konzernrollen und Steuerungsinstrumente, in *Höfner/Pohl*, Wertsteigerungs-Management - Das Shareholder Value-Konzept : Methoden und erfolgreiche Beispiele (1994) 150
- Lebherz*, Publizitätspflichten bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, WM 2010, 154
- Lehne*, Die 13. Richtlinie auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts, in *Hirte*, WpÜG (2002) 40
- Lenz*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in der Praxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, NJW 2003, 2073
- Leupold/Ramharter*, Nützliche Gesetzesverletzungen - Innenhaftung der Geschäftsleiter wegen Verletzung der Legalitätspflicht? GesRZ 2009, 253
- Liekefett*, Due Diligence bei M&A-Transaktionen (2005) (zitiert: *Liekefett*, Due Diligence)
- Liese/Theusinger*, Geschäftsführerhaftung aufgrund einer Fehlinvestition, BB 2007, 71
- Linklaters*, Übernahmerecht in ausgewählten europäischen Ländern, abrufbar unter:  
[http://www.linklaters.com/pdfs/publications/GER\\_Div/070503\\_Uebernahme%20Uebersicht\\_De.pdf](http://www.linklaters.com/pdfs/publications/GER_Div/070503_Uebernahme%20Uebersicht_De.pdf) (30.8.2010)
- Lohrer*, Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht (2001) (zitiert: *Lohrer*, Unternehmenskontrolle)
- Lutter*, Vermögensveräußerungen einer abhängigen Aktiengesellschaft, in *Baur/Hopt/Steindorff/Mailänder*, Festschrift für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag (1990) 125
- Lutter*, Die Rechte und Pflichten des Vorstands bei der Übertragung vinkulierter Namensaktien, AG 1992, 369
- Lutter*, Due diligence des Erwerbers beim Kauf einer Beteiligung, ZIP 1997, 613
- Lutter*, Anmerkung zu BGHZ 136, 133, JZ 1998, 50
- Lutter*, Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses, ZGR 1979, 401
- Lutter*, Die Business Judgment Rule und ihre praktische Anwendung, ZIP 2007, 841

- Lutter*, Die business judgment rule in Deutschland und Österreich, GesRZ 2007, 79
- Lutter/Krieger*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats<sup>4</sup> (2002)
- Lutter/Timm*, Konzernrechtlicher Präventivschutz in der GmbH, NJW 1982, 409
- Magenheim/Mueller*, Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition? in *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman (Hrsg)*, Knights, Raider and Targets (1988) 171
- Maier*, Der Einsatz des genehmigten Kapitals, Dissertation Jena (2003)
- Maier-Reimer*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001) 258
- Mandelker*, Risk and Return: The Case of Merging Firms, Journal of Financial Economics 1973, 303
- Manne*, Mergers and the Market for Corporate Control, The Journal of Political Economy 1965, 110
- Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte Aktiengesellschaft<sup>2</sup> (2009) (zitiert: *Bearbeiter in Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch<sup>2</sup> § Rz)
- Martens*, Der Ausschluss des Bezugsrechts, ZIP 1992, 1677
- Martens*, Richterliche und gesetzliche Konkretisierungen des Bezugsrechtsausschlusses, ZIP 1994, 669
- Martin/McConnell*, Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover, Journal of Finance 1991, 671
- Maul*, Zur Ausgabe von Namensaktien, NZG 2002, 585
- Maul/Muffat-Jeandet*, Die Übernahmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht, Teil II, AG 2004, 306
- Meier-Schatz*, Managermacht und Marktkontrolle, ZHR 149 (1985) 77
- Meincke*, Geheimhaltungspflichten im Wirtschaftsrecht, WM 1998, 749
- Merkt*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001), 224
- Mertens, Hans-J.*, Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten? AG 1990, 252

- Mertens, Kai*, Die Information des Erwerbers einer wesentlichen Unternehmensbeteiligung an einer Aktiengesellschaft durch deren Vorstand, AG 1997, 541
- Meyer*, Änderungen im WpÜG durch die Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie, WM 2006, 1135
- Michalski*, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, 152
- Morck/Shleifer / Vishny*, Alternative Mechanisms for Corporate Control, American Economic Review 1989, 842
- Möller*, Rechtsmittel und Sanktionen nach dem WpÜG, AG 2002, 170
- Möller*, Das Verwaltungs- und Beschwerdeverfahren nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz unter besonderer Berücksichtigung der Rechtsstellung Dritter, ZHR 167 (2003), 301
- Mueller*, A Theory of Conglomerate Mergers, Quarterly Journal of Economics 1969, 643 in *Cosh/Hughes*, Takeovers (1998) 267
- Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2002) (zitiert: *Mühle*, WpÜG)
- Mülbert*, Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, ZGR 1997, 129
- Mülbert*, Marktwertmaximierung als Unternehmensziel der Aktiengesellschaft, in *Crezelius/Hirte/Vieweg (Hrsg)*, Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag (2005) 421
- Mülbert*, Kapitalschutz und Gesellschaftszweck bei der Aktiengesellschaft, Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag (2000) 535
- Mülbert*, Die Zielgesellschaft im Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie – zwei folgenreiche Eingriffe ins deutsche Aktienrecht, IStR 1999, 83
- Mülbert*, Umsetzungsfragen der Übernehmerichtlinie – erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG, NZG 2004, 633
- Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt<sup>2</sup> (1996) (zitiert: *Mülbert*, Aktiengesellschaft<sup>2</sup>)
- Mülbert/Birke*, Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, WM 2001, 705
- Müller*, Gestattung der Due Diligence durch den Vorstand der Aktiengesellschaft, NJW 2000, 3452

- Nikoleyczik/Gubitz*, Das Insiderhandelsverbot bei M&A-Transaktionen nach der „Spector“-Entscheidung des EuGH, GWR 2010, 159
- Noack*, Neues Recht für Namensaktionäre - Zur Änderung des § 67 AktG durch das Risikobegrenzungs-gesetz -, NZG 2008, 721
- Nowotny*, Wechselseitige Beteiligungen, RdW 1986, 303
- Nowotny*, Gebundene Rücklagen, GesRZ 1996, 68
- Nowotny*, „Due Diligence“ und Gesellschaftsrecht, wbl 1998, 145
- Nowotny*, Höchststimmrecht als Abwehrmechanismus gegen Übernahmen? RdW 2001, 132
- Nowotny/Stern*, Übernahmerecht und Gesellschaftsrecht, RdW 1998, 655
- Ofner*, Der Bezugsrechtsausschluss bei der ordentlichen Kapitalerhöhung im Aktienrecht, GesRZ 1987, 24
- Paefgen*, Dogmatische Grundlagen, Anwendungsbereich und Formulierung einer Business Judgment Rule im künftigen UMAG, AG 2004, 245
- Paefgen*, Die Darlegungs- und Beweislast bei der Business Judgment Rule, NZG 2009, 891
- Picot*, Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions, in *Picot*, Handbuch Mergers & Acquisitions<sup>4</sup> (2008) (zitiert: *Picot* in *Picot*, Handbuch<sup>4</sup>)
- Pohlmann*, Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren, ZGR 2007, 1
- Prölss/Martin*, Versicherungsvertragsgesetz<sup>28</sup> (2010)
- Rappaport*, Creating Shareholder Value (1986)
- Rappaport*, Shareholder-Value als Maßstab für die Unternehmensführung (1995)
- Ravenscraft/Scherer*, Mergers and Managerial Performance in *Coffee/Lowenstein/Rose-Ackerman*, Knights, Raiders and Targets (1988) 194
- Reichert/Harbarth*, Veräußerung und Einziehung eigener Aktien, ZIP 2001, 1441
- Reich-Rohrwig*, Verbotene Einlagenrückgewähr bei Kapitalgesellschaften, ecolex 2003, 152
- Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen (1991) (zitiert: *Reul*, Pflicht zur Gleichbehandlung)

- von Riegen,* Verwaltungsrechtsschutz Dritter im WpÜG, Der Konzern 2003, 583
- Rill,* Ist das Übernahmerecht verfassungswidrig? ZfV 2006, 178
- Rittmeister,* Due Diligence und Geheimhaltungspflichten beim Unternehmenskauf - Die Zulässigkeit der Gestattung einer Due Diligence durch den Vorstand oder die Geschäftsführer der Zielgesellschaft, NZG 2004, 1032
- Röhrich,* Von Rechtswissenschaft und Rechtsprechung, ZGR 1999, 445
- Roll,* The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, Journal of Business 1986, 197
- Romano,* A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, Yale Journal on Regulation 1992, 119
- Roschmann/Frey,* Geheimhaltungsverpflichtungen der Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften bei Unternehmenskäufen, AG 1996, 449
- Rudolph,* Funktionen und Regulierung der Finanzinvestoren, ZGR 2008, 161
- Ruge,* Goldene Aktien und EG-Recht, EuZW 2002, 421
- Schaaf,* Möglichkeiten der Abwehr von Takeover Bids in Großbritannien und USA, RIW 1985, 273
- Schaefer/Eichner,* Abwehrmöglichkeiten des Vorstands von börsennotierten Aktiengesellschaften bei feindlichen Übernahmeversuchen – ein Rechtsvergleich zwischen Deutschland und den USA, NZG 2003, 150
- Schander,* Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 1997, 1801
- Schanz,* Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerrichtlinie im deutschen Recht, NZG 2007, 927
- Schanz,* Börseneinführung<sup>3</sup> (2007)
- Schanz,* Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung, NZG 2000, 337
- Schanz,* Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerrichtlinie im deutschen Recht, NZG 2007, 927
- Scherer,* Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments, Journal of Economic Perspectives 1988, 69

- Schiessl*, Pflicht zur Gleichbehandlung konkurrierender Übernahmeinteressenten bei der Due Diligence? in *Grundmann ua*, Festschrift Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag (2010) 2455
- Schiessl*, Fairness Opinions im Übernahme- und Gesellschaftsrecht, ZGR 2003, 814
- Schima*, Business Judgment Rule und Verankerung im österreichischen Recht, GesRZ 2007, 93
- Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch<sup>3</sup> (2007) (zitiert: *Bearbeiter* in Bankrechts-Handbuch<sup>3</sup> Rz)
- Schindera*, Die Kompetenzverteilung der Organe einer Aktiengesellschaft im Übernahmeverfahren (2002)
- Schmidt*, Die Zukunft der Aktie, Dokumentation des Jubiläumssymposiums und des Börsenforums 2003 des Deutschen Aktieninstitut e.V., 26
- Schmidt/Lutter*, Aktiengesetz Kommentar (2008) (zitiert: *Bearbeiter* in *Schmidt/Lutter*, Aktiengesetz § Rz)
- Schmitz-Diemitz*, Pakethandel und das Weitergabeverbot von Insiderwissen, DB 1996,1809
- Schmolke*, Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds, ZGR 2007, 701
- Schneider*, Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebots, AG 2002, 125
- Schneider/Burgard*, Übernahmeangebote und Konzerngründung - Zum Verhältnis von Übernahmerecht, Gesellschaftsrecht und Konzernrecht, DB 2001, 963
- Schneider*, Acting Concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten? ZGR 2007, 440
- Schnorbus*, Rechtsschutz im Übernahmeverfahren Teil II, WM 2003, 657
- Schnorbus*, Drittklagen im Übernahmeverfahren, ZHR 166 (2002), 72
- Schroeder*, Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten? DB 1997, 2161
- Schuster*, Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften - Abwehrstrategien des Vorstands der Zielgesellschaft (2002)
- Schuster/Rudolf*, Übernahmerecht in der Schweiz, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 52 (zitiert: *Schuster/Rudolf* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)

- Schwark*, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>3</sup> (zitiert: *Bearbeiter* in *Schwark*, Kapitalmarktrecht<sup>3</sup> § Rz)
- Seibt*, Arbeitsrechtliche Aspekte des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, DB 2002, 529
- Seibt/Heiser*, Analyse des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf), AG 2006, 301
- Seibt/Heiser*, Analyse der EU-Übernahmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts, ZGR 2005, 200
- Seifert/Voth*, Marktdisziplin statt Konsens, in *von Rosen/Seifert*, Die Übernahme börsennotierter Unternehmen (1999) 192 (zitiert: *Seifert/Voth* in *von Rosen/Seifert*, Übernahme)
- Sester*, Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarktrichtlinien und -standards, ZGR 2009, 310
- Shleifer/Vishny*, Value Maximization and the Acquisition Process, Journal of Economic Perspectives 1988, 7
- Shleifer/Vishny*, Stock market driven acquisitions, Journal of Financial Economics 2003, 295 - abrufbar unter:  
<http://avos3.nhh.no/for/courses/spring/fin501/shleifer-vishny-03.pdf>
- Sieveking/Technau*, Das Problem sogenannter „disponibler Stimmrechte“ zur Umgehung der Vinkulierung von Namensaktien, AG 1989, 17
- Spatz*, Spezialfragen des Anleihemarktes – Wandel- und Optionsanleihen, in *Brandl/Kalss/Lucius/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht II (2006) (zitiert: *Spatz*, Spezialfragen)
- Steinmeyer/Häger*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz<sup>2</sup> (2007) (zitiert: *Bearbeiter* in *Steinmeyer/Häger*, WpÜG<sup>2</sup> § Rz)
- Stoffels*, Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer „Due Diligence“, ZHR 165 (2001) 362
- Strasser/Mathias*, Treuepflicht und „due diligence“-Prüfung, ecolex 2001, 748
- Streinz/Leible*, Die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten - Überlegungen aus Anlass von EuGH, EuZW 2000, 468 - Angonese, EuZW 2000, 459
- Strotmann*, Feindliche Unternehmensübernahmen in den USA (1994) (zitiert: *Strotmann*, Unternehmensübernahmen USA)
- Stumpf*, Das deutsche Übernahmerecht - Eine differenzierte Analyse des WpÜG und des Minderheitsausschlusses nach §§ 327 a. ff. AktG (2004)

- Sünner*, Take-overs, made in USA, AG 1987, 276
- Sünner*, Effizienz von Unternehmensorganen als Grundsatz der Corporate Governance, AG 2000, 492
- Terlitz*, Neutralitätspflicht des Leitungs- oder Verwaltungsorgans der Zielgesellschaft bei „feindlichen“ Übernahmen, Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 2000, 217
- Thaeter*, Zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche im RegE eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (WÜG-RegE), NZG 2001, 789
- Thaeter/Barth*, RefE eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, NZG 2001, 545
- Thoma*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick, NZG 2002, 105
- Thümmel*, Haftungsrisiken von Vorständen und Aufsichtsräten bei der Abwehr von Übernahmeveruchen, DB 2000, 461
- Tichy*, Fusionen und Übernahmen (2000), AK Wien, Beiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 6, 13 (zitiert: *Tichy*, Fusionen und Übernahmen)
- Timmreck/Bäzner*, M&A als strategisches Instrument im Rahmen der Branchenkonsolidierung, in *Picot*, Handbuch Mergers & Acquisitions<sup>4</sup> (2008) 83 (zitiert: *Timmreck/Bäzner* in *Picot*, Handbuch<sup>4</sup>)
- Torggler*, Business Judgment Rule und unternehmerische Ermessensentscheidung, ZfRV 2002, 133
- Torggler*, Von Schnellschüssen, nützlichen Gesetzesverletzungen und spendablen Aktiengesellschaften - Zum Ermessensspielraum bei der gesellschaftsrechtlichen Organhaftung, wbl 2009, 168
- Trautvetter*, Die Übernahme von Aktiengesellschaften und die Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft (2008) (zitiert: *Trautvetter*, Verhaltenspflichten)
- Tröger*, Unternehmensübernahmen im deutschen Recht (II) Übernahmeangebote, Pflichtangebot, Squeeze Out, DZWIR 2002, 397
- Tuppa*, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Lichte des Neutralitätsgebots, Diss. Wien, (2002) (zitiert: *Tuppa*, Abwehrmaßnahmen)
- Volhard*, „Siemens/Nold“: Die Quittung, AG 1998, 397

- Wastl*, Der Handel mit größeren Aktienpaketen börsennotierter Unternehmen - Eine Bestandsaufnahme aus primär aktien-, börsen- und kapitalmarktrechtlicher Sicht, NZG 2000, 505
- Weimar/Breuer*, International verwendete Strategien der Abwehr feindlicher Übernahmeversuche im Spiegel des deutschen Aktienrechts, BB 1991, 2309
- Weiss/Buchner*, Wird das UMAG die Haftung und Inanspruchnahme der Unternehmensleiter verändern? WM 2005, 162
- Weisser*, Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane (1994) (zitiert: *Weisser*, Feindliche Übernahmeangebote)
- Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht (2000) (zitiert: *Weisner*, Verteidigungsmaßnahmen)
- von Werder*, Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns? ZGR 1998, 69
- Werner*, Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence, ZIP 2000, 989
- Wessels*, Aufsteigende Finanzierungshilfen in GmbH und AG, ZIP 2004, 793
- Westermann*, Vinkulierung von GmbH-Geschäftsanteilen und Aktien - Ermessensfreiheit der Zustimmungsentscheidung, in *Baums/Huber/Wertenbruch/Lutter*, Festschrift für Ulrich Huber zum 70. Geburtstag (2006) 997
- Wiese/Demisch*, Unternehmensführung bei feindlichen Übernahmeangeboten, DB 2001, 849
- Winkler/Vaclawek*, Ad-hoc-Publizität/Beteiligungspublizität/Insiderproblematik bei Beteiligungsveräußerungen, RdW 2004, 258
- Winner*, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme: Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz (2002) (zitiert: *Winner*, Zielgesellschaft)
- Winner*, Rechtspolitisches zum Pflichtangebot - eine Würdigung des ÜBRÄG 2006, GesRZ 2007, 391
- Winner*, Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht, ÖJZ 2006, 659
- Winner*, Ein gutes Jahrzehnt Übernahmerecht in Österreich - eine Würdigung, GesRz 2010, 7
- Winner/Gall*, Ein Jahr Übernahmerecht – Die ersten Entscheidungen, wbl 2000, 1

- Winner/Schulz*, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht - M&A und die Krise, ÖBA 2010, 82
- Winter/Harbarth*, Corporate Governance und Unternehmensübernahmen in *Hommelhoff/Hopt/von Werder (Hrsg)*, Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup> (2009) 463 (zitiert: *Winter/Harbarth*, Handbuch Corporate Governance<sup>2</sup>)
- Winter/Harbarth*, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, ZIP 2002, 1
- Witte*, Diskussionsentwurf zur Regelung von Unternehmensübernahmen: Abwehrmöglichkeiten des Vorstands der Zielgesellschaft, BB 2000, 2161
- Wöginger*, Synergien bei Mergers & Acquisitions - Das Synergy-Value-Konzept (Dissertation Wien 2003) (zitiert: *Wöginger*, Synergien)
- Wolf*, Der Mythos „Neutralitätspflicht“ nach dem Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz, ZIP 2008, 300
- Zaugg*, The Market for Corporate Control in Europe (2005) (zitiert: *Zaugg*, Market for Corporate Control)
- Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz Kommentar (2008) (zitiert: *Bearbeiter* in *Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz, § Rz)
- Ziegler*, „Due Diligence“ im Spannungsfeld zur Geheimhaltungspflicht von Geschäftsführern und Gesellschaftern, DStR 2000, 249
- Ziemons*, Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, AG 1999, 492
- Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537
- Zinser*, Der RefE eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ vom 12. 3. 2001, NZG 2001, 391
- Zöllner*, Unternehmensinnenrecht – Gibt es das? AG 2003, 1
- Zöllner/Noack*, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz<sup>3</sup> (2009/2010), Band 2 (§§ 95 - 117), Band 3 (§§ 133 - 178) und Band 4 (§§ 179 - 240) in 2. Auflage (zitiert: *Bearbeiter*, Kölner Kommentar AktG<sup>Auflage</sup> § Rz)
- Zollner*, Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmegesetz (2002) (zitiert: *Zollner*, Kontrollwechsel)
- Zschocke*, Europapolitische Mission: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, DB 2002, 79

*Zumbansen/Lachner*, Die Geheimhaltungspflicht des Vorstands bei der Due Diligence:  
Neubewertung im globalisierten Geschäftsverkehr, BB 2006, 613

## Abkürzungsverzeichnis

Die verwendeten Abkürzungen richten sich nach Friedl/Loebenstein, AZR, 6. Auflage (2008).

aA	anderer Ansicht
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
ABl	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs	Absatz
aF	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AktRÄG	Aktienrechtsänderungsgesetz 2009
ARÄG	Aktienrechtsänderungsgesetz 2000
ArbVG	Arbeitsverfassungsgesetz
Art	Artikel
ARUG	(deutsches) Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
ATX	Österreichischer Aktienindex
BaFin	(deutsche) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAnz	(deutscher) Bundesanzeiger
BB	Der Betriebsberater
Begr	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	(deutscher) Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BlgNR	Beilage(n) zu den stenographischen Protokollen des Nationalrates
BörseG	Börsegesetz 1989
BörsZulVO	(deutsche) Börsenzulassungs-Verordnung
bspw	beispielsweise
BT-Dr	Bundestagsdrucksache (deutsch)
BVerfG	(deutsches) Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des (deutschen) Bundesverfassungsgerichts
dAktG	deutsches Aktiengesetz
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
dBörseG	deutsches Börsegesetz
ders	derselbe
dEStG	(deutsches) Einkommensteuergesetz
dh	das heißt
dStGB	deutsches Strafgesetzbuch
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EG	Europäische Gemeinschaften
EGAktG	(deutsches) Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Erl	Erläuterungen
etc	etcetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

f	folgende
ff	folgenden
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FN	Fußnote
FS	Festschrift
Gazz Uff	Gazzetta ufficiale repubblica italiana
gem	gemäß
GeS	Gesellschaft Aktuell
GesAusG	Gesellschafter-Ausschlussgesetz
GesRÄG	Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz
GesRZ	Der Gesellschafter (Zeitschrift für Gesellschaftsrecht)
GG	(deutsches) Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
ggf	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GP	Gesetzgebungsperiode
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschaft und Wirtschaftsrecht
GZ	Geschäftszahl
hL	herrschende Lehre
hM	herrschende Meinung
Hrsg	Herausgeber
IStR	Internationales Steuerrecht
iVm	in Verbindung mit
JBl	Juristische Blätter
JZ	Juristen-Zeitung
KMG	Kapitalmarktgesetz
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KWG	Kreditwesengesetz
LuftNASiG	Gesetz zur Sicherung des Nachweises der Eigentümerstellung und der Kontrolle von Luftfahrtunternehmen für die Aufrechterhaltung der Luftverkehrsbetriebsgenehmigung und der Luftverkehrsrechte
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
MontanMitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie
mwN	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
öAktG	österreichisches Aktiengesetz
öEStG	österreichisches Einkommensteuergesetz
öStGB	österreichisches Strafgesetzbuch
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
ÖJZ	Österreichische Juristen-Zeitung
ÖStZ	Österreichische Steuerzeitung
ÖZW	Österreichische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
OGH	Oberster Gerichtshof (Österreich, Wien)
OLG	Oberlandesgericht

RdW	Österreichisches Recht der Wirtschaft
RefEntw	Referentenentwurf
RegBegr	Regierungsbegründung
RegEntw	Regierungsentwurf
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
RV	Regierungsvorlage
Rz	Randziffer
S	Satz
SpaltG	Spaltungsgesetz
ua	unter anderem
ÜbG	Übernahmegesetz
ÜbK	Übernahmekommission
ÜbRÄG	Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006
UGB	Unternehmensgesetzbuch
VeröffentlichungsV	Veröffentlichungsverordnung 2002
VfGH	Verfassungsgerichtshof (Österreich)
VfSlg	Sammlung der Erkenntnisse und wichtigsten Beschlüsse des Verfassungsgerichtshofs
vink	vinkuliert
VwGH	Verwaltungsgerichtshof (Österreich)
VwVfG	(deutsches) Verwaltungsverfahrensgesetz
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter
WiB	Wirtschaftsrechtliche Beratung
WM	Wertpapierrechtliche Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	(deutsches) Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	(deutsches) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AV	Verordnung über öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren und über Unternehmensübernahmen
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
Z	Ziffer
zB	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfRV	Zeitschrift für Europarecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung
ZfV	Zeitschrift für Verwaltung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZgS	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZverglRW	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

## Abstract

Die angestrebte Schaffung eines „level playing field“ für die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften konnte wegen notwendiger „europäischer“ Kompromisse mit der EU-Übernehmerichtlinie 2004/25/EG nicht erreicht werden. In einzelnen zentralen Fragen bleibt es den Mitgliedstaaten vorbehalten, durch nationales Recht - optional - von den Regelungen der EU-Übernehmerichtlinie abzuweichen. So sind die gesetzlichen Möglichkeiten zur Abwehr feindlicher Übernahmen in Deutschland und Österreich unterschiedlich ausgestaltet. Der österreichische Gesetzgeber gestattet dem Vorstand einer Zielgesellschaft Abwehrmaßnahmen nur mit Zustimmung der Hauptversammlung („absolutes“ Verhinderungsverbot, § 12 ÜbG), der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft kann nach § 33 WpÜG ua lediglich aufgrund der Zustimmung durch den Aufsichtsrat vielfältige Maßnahmen gegen eine feindliche Übernahme ergreifen. Darüber hinaus kann die Hauptversammlung einer deutschen Aktiengesellschaft den Vorstand „auf Vorrat“ ermächtigen, bestimmte Abwehrmaßnahmen gegen eine feindliche Übernahme zu treffen. Ob sich aus den unterschiedlichen Regelungen tatsächlich bessere Möglichkeiten der Übernahmeabwehr für den Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft ergeben, soll mit der vorliegenden Arbeit untersucht werden.

Dazu werden die nach deutschem und österreichischen Recht zulässigen Maßnahmen, die Handlungsspielräume zur Abwehr feindlicher Übernahmen schaffen, in zeitlicher Abfolge dargestellt, beginnend zu dem Zeitpunkt, als eine konkrete Übernahmeabsicht noch nicht vorlag, und endend mit dem Abschluss eines Übernahmeverfahrens. Diese Maßnahmen werden vor dem Hintergrund der ökonomische Übernahmemotive auf ihre praktische Relevanz überprüft, wozu auch eine Auswertung der veröffentlichten Angebotsunterlagen gehört.

Wesentliche Handlungsspielräume zur Übernahmeabwehr ergeben sich durch eine wertorientierte Unternehmenspolitik und prophylaktisch implementierte Maßnahmen, deren aktienrechtliche Zulässigkeit am Unternehmensinteresse, am Schädigungsverbot und Gleichbehandlungsgebot sowie an der auch nach Kodifizierung des Übernahmerechts bestehenden Neutralitätspflicht gemessen wird. Darüber hinaus wird der Nutzen der gesetzlich den Vorständen deutscher wie österreichischer Aktiengesellschaften zur Verfügung stehenden Möglichkeiten (insbesondere die Stellungnahme zum Übernahmeangebot und die

Suche nach einem konkurrierenden Angebot) hinterfragt. Ob die Ausnahmetatbestände zum Verhinderungsverbot für den Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft zusätzliche Handlungsspielräume begründen, wird im Hinblick auf die Bindung an das Unternehmensinteresse, betriebswirtschaftliche Erfordernisse und zeitliche Restriktionen, aber auch im Hinblick auf Haftungen und Sanktionen problematisiert. Dies erlaubt abschließend eine Bewertung der unterschiedlichen Regelungen zum Verhinderungsverbot.

The intended creation of a "level playing field" for the takeover of listed companies could not be reached by the EU Takeover Directive 2004/25/EC because of necessary "European" compromises. In some key questions it is optional for the Member States by national law to deviate from the rules of the EU Takeover Directive. Thus, the legal options to defend against hostile takeovers in Germany and Austria are designed differently. The Austrian law permits the board of a target company to take defensive measures only with the prior authorisation of the general meeting of shareholders ("absolute" non-frustration rule, § 12 ÜbG). In contrast the board of a German stock corporation is allowed - in accordance with § 33 WpÜG - to take a variety of steps against a hostile takeover upon the approval by the Supervisory Board. In addition, the general meeting of a German stock corporation can authorize the management board "in advance" to adopt certain defensive measures against a hostile takeover. Whether the different rules actually open up better opportunities of takeover defense for the board of a German corporation, is to be investigated by this study.

Therefore, the legal measures against hostile takeover according to German and Austrian law shall be shown in chronological sequence, starting at the time before concrete takeover bid, and ending with the conclusion of the takeover process. The practical relevance of these measures shall be evaluated against the background of the economic motives for takeovers, including an assessment of the published offer documents.

Substantial leeway to takeover defenses result from a value-oriented business policy and prophylactically implemented measures, whose permissibility according to stock corporation law is measured by the company's interest, the damage discrimination, equal treatment requirement and the compulsory neutrality, which still remains after the codification of takeover law. In addition, the benefit of the legally available means for the boards of German and Austrian listed companies will be scrutinized (in particular the opinion to the takeover

offer and the search for a competing offer). Whether the exceptions to the non-frustration rule establishes additional room to maneuver for the board of a German stock corporation, is discussed in terms of loyalty to the company's interests, business needs and time constraints, but also with regard to liability and penalties. This gives rise to an exhaustive evaluation of the different non-frustration rules.

## Lebenslauf

Name: **Reichert Manfred**  
Adresse: Hausgärten 8, A-2120 Wolkersdorf  
Sulzbacher Straße 83, D-65760 Eschborn  
Nationalität: deutsch  
Geburtsdatum: 19.12.1949

### Berufslaufbahn/Ausbildung

seit 2002 Rechtsanwalt, Eschborn

1996 - 2001 AOK Niedersachsen, Hannover  
Mitglied des Vorstands/stellv. Vorstandsvorsitzender

1994 - 1995 Allgemeine Deutsche Direktbank AG, Frankfurt am Main  
Direktor/Leiter Institutionelles Geschäft

1988 - 1994 Deutsche Direktbank International S.A., Luxemburg  
Geschäftsleiter

1983 - 1988 Beteiligungsgesellschaft für Gemeinwirtschaft AG,  
Frankfurt am Main  
Justitiar/Prokurist

1977 – 1983 Bank für Gemeinwirtschaft AG, Frankfurt am Main  
Vorstandssekretär

1975 - 1977 Referendariat - 2. Staatsexamen; Abschluss: Rechtsassessor

1970 – 1975 Jura-Studium - 1. Staatsexamen; Abschluss: Rechtsreferendar

1968 - 1970 Bundeswehr

1956 – 1968 Volksschule, Realschule, Gymnasium