
Feindliche Übernahmen und Strategien der Verteidigung

Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 7/2000, S. 337 - 347

Dr. jur. Kay-Michael Schanz



LIGHTHOUSE
CORPORATE FINANCE GMBH

Mendelssohnstraße 75 - 77
D - 61476 Kronberg

Tel.: +49 69 9758 31 0
Mobil: +49 172 / 67 63 222
Fax: +49 69 9758 31 20
info@licofi.de
www.licofi.de

Das viel diskutierte Phänomen der „feindlichen Übernahme“ spielt in Deutschland schon infolge der rechtlichen Struktur der Aktiengesellschaft und ihrer Organe, der Arbeitnehmermitbestimmung, des Depotstimmrechts der Banken nach § 135 AktG und der relativ niedrigen Zahl börsennotierter Unternehmen bei gleichzeitig hoher Konzernbildung eine deutlich geringere Rolle¹ als in den USA oder Großbritannien². Von hoher Bedeutung für die geringere Attraktivität feindlicher Übernahmen in der Bundesrepublik ist auch der ausgeprägte Schutz des Gesellschaftsvermögens einer AG³, der auf dem Grundsatz der realen Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung basiert und dem Einsatz der Aktiva eines Zielunternehmens zur Finanzierung und Besicherung einer Unternehmensübernahme im Rahmen eines Leveraged Buyouts⁴ entgegensteht⁵.

Trotzdem finden sich auch hier bereits vor der Attacke von Vodafone auf die Mannesmann AG im November 1999⁶ Beispiele feindlicher Übernahmen⁷. Mit diesem

¹ Vgl. hierzu M. Peltzer, Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland?, ZIP 1989; S. 69, 72; C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 186.

² Statistische Angaben hierzu finden sich bei A. von Buddenbrock, in R. von Rosen/W. Seifert (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 277, 278 f.

³ B. von Falkenhausen, M. Lutter (Hrsg.), Festschrift für E. Stiefel, S. 162, 194 f, der auch darauf hinweist, daß die Eigenkapitalbasis deutscher Unternehmen regelmäßig deutlich niedriger ist als bei vergleichbaren amerikanischen Gesellschaften und auch die vergleichsweise starke Stellung der Arbeitnehmer (Mitbestimmung, Kündigungsschutz, Sozialplan) Probleme bereitet.

⁴ Ein LBO ist der Kauf eines Unternehmens, der in erster Linie mit Fremdkapital finanziert wird. Der niedrige Anteil der Eigenmittel ist für die Kreditgeber akzeptabel, da die Darlehen mit den Aktiva der übernommenen Gesellschaft besichert werden und der Schuldendienst (auch) aus dem Cash-flow der Zielgesellschaft erfolgt. Da die Zinsbelastung auf den relativ hohen Fremdkapitalanteil steuerlich absetzbar ist und eine durch eine Umwandlung erzielbare Buchwertaufstockung zu entsprechend höheren Abschreibungsmöglichkeiten führt, kann der Cash-flow deutlich gesteigert werden. Regelmäßig wird auch ein Teil der Vermögensgegenstände des Zielunternehmens zur Finanzierung veräußert.

⁵ Nach dem in § 57 AktG festgeschriebenen Verbot der Einlagenrückgewähr und Prinzip der Vermögensbindung liegt eine verbotene Einlagenrückgewähr vor, wenn die AG den veräußernden Aktionären oder Kreditgebern Sicherheiten zur Verfügung stellt, um die Verbindlichkeiten des Erwerbers abzusichern. Dies führt nach § 62 AktG zu gesellschaftsrechtlichen Rückforderungsansprüchen und zur Nichtigkeit des Sicherungsgeschäfts. Außerdem liegt eine Verletzung von § 71a I 1 AktG vor, wenn die AG ein Darlehen aufnimmt und diese Mittel zur Finanzierung der Akquisition an den Erwerber weiterleitet. Diese Rechtsfolgen können zwar durch eine Verschmelzung mit der Zielgesellschaft vermieden werden. Dabei erschweren aber Minderheiten- und Gläubigerschutzbestimmungen den Zugriff auf das Gesellschaftsvermögen. Außerdem können Minderheitsaktionäre Verschmelzungsmaßnahmen unter verschiedenen Gesichtspunkten gerichtlich anfechten, während die Gläubiger der Zielgesellschaft -auch ohne Nachweis einer Gefährdung ihrer Forderungen- ein Recht auf Sicherheitsleistung haben. Eingehend hierzu M. Lutter/H. Wahlers, Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts, AG 1989, S. 1 ff.

⁶ Im Rahmen dieses Angebots soll die Mannesmann AG im Rahmen eines Aktientauschs übernommen werden. Aufgrund des Kurses der im Tausch hinzugebenden Vodafone-Aktien errechnete sich zeitweise ein Transaktionsvolumen von über DM 240 Mrd., was das Angebot zum bislang höchsten Übernahmeangebot der Wirtschaftsgeschichte machte. Näher hierzu o.V., Wer ist der Nächste, Der Spiegel vom 22.11.1999, S. 199 ff.

⁷ Z.B. Feldmühle-Nobel AG durch Stora, Hoesch AG durch Krupp, der in eine freundliche Fusion übergeleitete Versuch von Krupp-Hoesch AG zur Übernahme der Thyssen AG, der gescheiterte Versuch der Übernahme der Continental durch Pirelli sowie die Fälle Hochtief/Holzmann, T&N/Kolbenschmidt und Metro/Asko. Weitere Beispiele bei H. Bungert, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht, NJW 1998, S. 488, 492.

Übernahmeangebot verstärken sich aber die Anzeichen, die ein künftiges Ansteigen von Attacken auf deutsche börsennotierte Gesellschaften vermuten lassen. Diese legen zum einen bereits im Vorfeld einer Börseneinführung eine Auseinandersetzung mit der Thematik und die Erwägung nahe, inwieweit Vorkehrungen gegen einen späteren Einstieg unerwünschter Investoren getroffen werden sollen. Zum anderen empfiehlt sich auch auf seiten der unternehmensführenden Organe eine detaillierte Kenntnis, sei es, da ihr Unternehmen Ziel eines „Angriffs“ werden könnte, sei es, da diese selbst die Übernahme eines anderen Unternehmens beabsichtigen.

Zur Vermeidung von Mißverständnissen sei darauf hingewiesen, daß von seiten des Verfassers feindliche Übernahmen als solche in keiner Weise verurteilt werden – das Gegenteil ist der Fall. Im Interesse des Shareholder Value's, der glücklicherweise nunmehr auch in deutschen Industriekonglomeraten an Bedeutung gewinnt und dazu führt, daß diese im Rahmen oftmals nur zaghafter Versuche einer längst überfälligen Konzentration auf das Kerngeschäft endlich wie z.B. im Falle von Siemens¹ oder VEBA² vereinzelt Töchter über Spin-Offs an die Börse führen, sind feindliche Übernahmen vielmehr grundsätzlich zu begrüßen, da sie zu einer Sprengung verkrusteter Strukturen führen und notwendigen Strukturwandel beschleunigen. So bliebe zu wünschen, daß nunmehr sich auch Politiker und Verbandsfunktionäre³ bei einzelnen Unternehmensübernahmen auf das geltende Recht verlassen und sich trotz einer möglicherweise drückenden Notwendigkeit des Stimmenfangs einer gewissen Zurückhaltung befleißigen würden. Dies gilt besonders wenn von ihnen - wie im Fall Mannesmann/Orange - nicht der leiseste Ton der Kritik zu hören war, wenn das Unternehmen, das nun Ziel einer feindlichen Übernahme ist, wenige Wochen zuvor ein großes ausländisches Unternehmen übernommen hat.

1. Definition

Bei einer feindlichen Übernahme handelt es sich um den Erwerb der Kontrolle über ein Unternehmen ohne oder gegen den Willen dessen Managements, d.h. dessen Vorstand und/oder Aufsichtsrat.⁴ Dies sind regelmäßig auch die einzigen wirklichen Opfer einer feindlichen Übernahme, da der Übernehmer so schnell und so umfassend wie möglich die direkte Kontrolle erlangen möchte. Da die Verwaltung des

¹ Z.B. die Börsengänge von Epcos AG und Infineon AG (geplant).

² Stinnes AG.

³ Wenn Gewerkschaftsfunktionäre feindliche Übernahmen kritisch sehen, so ist dies vor dem Hintergrund der oftmals nicht unberechtigten Befürchtung des Abbaus von Arbeitsplätzen nicht unverständlich. Dabei darf aber nicht übersehen werden, daß diese Gefahr bei einer feindlichen Übernahme, wenn überhaupt, nur unwesentlich größer ist als bei einer Übernahme, die mit dem Einverständnis des Managements des „targets“ ist. Gänzlich unverständlich sind aber Äußerungen von Industrievertretern, nach denen per Gesetz verhindert werden müsse, „daß kerngesunde, im Wettbewerb erfolgreiche Unternehmen gefleddert und ihre Betriebsteile meistbietend veräußert werden“. Vgl. O.V., Wer ist der Nächste?, Der Spiegel vom 22.11.1999, S. 118, 120. Bei solchen Äußerungen bestehen deutliche Zweifel, inwieweit das Konzept des Shareholder Value erkannt und akzeptiert ist. Zudem mögen solche Äußerungen bei mittelständischen Unternehmen ohne bedeutende (familien-) fremde Gesellschafter vielleicht noch akzeptabel sein, können aber bei großen börsennotierten Gesellschaften mit einer Vielzahl von Aktionären aber gewisse Verständnisschwierigkeiten hervorrufen.

⁴ A. Klein, Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 1997, S. 2085.

Zielunternehmens unabhängig von den sonstigen Motiven des Erwerbers damit rechnen muß, ihren Arbeitsplatz zu verlieren¹, konzentriert sich das Interesse zur Verhinderung einer Übernahme regelmäßig auf das Management.² Wesentliches Unterscheidungsmerkmal einer als „feindlich“ bezeichneten Übernahme ist deshalb, daß sich die Übernahme direkt zwischen dem Übernehmer und den Altaktionären vollzieht und die Verwaltung, zumindest von der letztendlichen Entscheidung und Umsetzung, ausgeschaltet bleibt.³

Demgegenüber muß eine feindliche Übernahme nicht zwangsläufig mit Nachteilen für die Aktionäre verbunden sein - das Gegenteil ist richtig, da diese regelmäßig zu Kurssteigerungen führt bzw. die Abgabe eines Angebots beinhaltet, das - meist deutlich - über den aktuellen Börsenkursen liegt.

Inwieweit feindliche Übernahmen betriebs- und volkswirtschaftlich sinnvoll oder schädlich sind, war und ist umstritten. Einerseits motiviert die Bedrohung das Management zu mehr Leistung - oder führt zu dessen Auswechslung - , was beides durchaus erfrischend sein mag und im Interesse der Aktionäre zu begrüßen ist, und verbessert so die Ertragslage. Gleichzeitig zwingt sie zur Reorganisation von Unternehmen und Betrieb, besseren Nutzung von Synergieeffekten, Verbesserung der Allokation von Ressourcen und der Produktivität, d.h. Förderung der Wettbewerbsfähigkeit, aber auch des Wettbewerbs. Dies führt neben der zusätzlichen Nachfrage zu einer Erhöhung des Kurses der Zielgesellschaft, wodurch wiederum die Aktionäre von den stillen Reserven und dem Ertragswert der Gesellschaft profitieren. Demgegenüber kann nicht verkannt werden, daß die Handlungsfähigkeit des Unternehmens durch einen unerwünschten Übernahmever such massiv leidet, da sich das Management eines „belagerten“ Unternehmens oftmals über Monate in erster Linie um die Abwehr einer „Attacke“ und mit sehr viel geringerem Interesse um das Tagesgeschäft, von der strategischen Ausrichtung ganz zu schweigen, kümmert. Erfahrungs-

¹ C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 186. Die Besorgnis über den Erhalt des Arbeitsplatzes teilt regelmäßig auch der Rest der Belegschaft. Dies ist aber auch bei sonstigen Übernahmen regelmäßig der Fall und bildet damit kein relevantes Unterscheidungskriterium von feindlichen Übernahmen.

² Das Argument, Übernahmever suche von Ausländern gegenüber Großunternehmen würden auf massive Proteste der Öffentlichkeit treffen und von den Banken im nationalen Interesse verhindert werden, kann gerade im Zeitalter der Globalisierung und des Zusammenwachsens von Europa nur (noch) als Wunschtraum angesehen werden, was - bei zugegebenermaßen etwas anders gelagerten Verhältnissen - besonders eindrucksvoll in Großbritannien bei der Übernahme der Banken und der Autoindustrie durch Ausländer demonstriert wurde. Wie deutsche Großbanken zwischenzeitlich zu ihrem Beteiligungsbesitz stehen, wird schon durch die Ende 1998 erfolgten Ausgliederungen der industriellen Beteiligungen der Deutschen Bank AG und der Dresdner Bank AG eindrucksvoll demonstriert. Gesetzliche Regelungen oder der Druck der Öffentlichkeit bzw. von Politik und Wirtschaft dürfte einer Übernahme durch ausländische Investoren daher allenfalls in strategischen oder reglementierten Industrien wirkungsvoll entgegenstehen.

³ Nach C. Ebenroth/T. Daum, Die Kompetenzen des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, DB 1991, S. 1105, 1106 ist das Management der Zielgesellschaft von allen Beteiligten eines Takeovers am wenigsten schützenswert. Gleichzeitig wird in Frage gestellt, wem gegenüber eine Übernahme eigentlich „feindlich“ ist und, auch vor dem Hintergrund der potentiell negativen Wirkung in der Öffentlichkeit, für die Verwendung des Begriffs „unkoordinierte Übernahme“ plädiert.

gemäß führt eine feindliche Übernahme zu einer stärkeren Fokussierung auf die kurzfristige Unternehmenspolitik.¹

2. Ziele und Vorgehensweise

1.1 Strategische Zielrichtung

Die Motivation für eine feindliche Übernahme kann zum einen industrieller Natur sein, d.h. die Akquisition erfolgt in erster Linie zur Erweiterung, Ergänzung oder Abrundung der Geschäftsfelder eines Unternehmens oder einer Unternehmensgruppe mit dem Ziel der Nutzung von Synergien. Demgegenüber ist eine Übernahme ausschließlich finanziell motiviert, wenn das Unternehmen nach umfassender Reorganisation und/oder Austausch des Managements mit einer entsprechenden Wertsteigerung wieder verkauft oder an die Börse gebracht werden soll. Hierzu gehört auch die vor allem in den USA anzutreffende Variante, bei der - insbesondere nach Identifikation hoher stiller Reserven - ein Unternehmen zerschlagen wird und nicht benötigte Aktiva veräußert werden.

Besonders interessant für rein finanziell orientierte Übernahmen sind Unternehmen mit einem niedrigen Kurs/Gewinn-Verhältnis, hohen Buchwerten in Relation zur Marktkapitalisierung bei gleichzeitig hohen stillen Reserven, starkem und kontinuierlichem Cash-flow sowie hoher Liquidität und ungenutzter Verschuldungsmöglichkeit zur Finanzierung des Kaufpreises. Bevorzugt werden auch Branchen, von denen der jeweilige potentielle Übernehmer etwas versteht, bevorstehende Turn Around-Situationen, sowie ein Management, das als „weich“ eingeschätzt wird und sich einer Übernahme nicht übermäßig entgegenstellt.²

1.2 Strategische Alternativen

1.2.1 Paketkauf

Nach Identifikation des Zielobjekts und Feststellung, daß eine Akquisition nicht in Abstimmung mit dem Management durchgeführt werden kann, bieten sich einem Interessenten mehrere Möglichkeiten zur Strukturierung seines „Angriffs“. Die Entscheidung über die tatsächliche Vorgehensweise ist von einer Vielzahl von Faktoren wie Paketbildung und Verkaufsbereitschaft von Großaktionären, Umfang des Streubesitzes oder den Machtverhältnissen im Aufsichtsrat abhängig. Sofern einzelne Investoren Aktienpakete halten³, bietet sich u.U. die Möglichkeit eines Direkterwerbs eines oder mehrerer Pakete, wobei allerdings oftmals ein Paketzuschlag zu zahlen sein wird. Die Gefahr von (gezielten) Indiskretionen mit möglicherweise verheeren-

¹ Vgl. M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537.

² M. Peltzer, Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland, ZIP 1989, S. 69, 71.

³ Die Möglichkeiten, bedeutende Investoren zu eruieren, sind vielfältig. Neben Publikationen wie „Wer gehört zu Wem“ der Commerzbank oder Informationsanbietern wie Hoppenstedt bietet sich vor allem die Internet Homepage des BAWe an. Ansonsten kann davon ausgegangen werden, daß der beste Überblick über (Investment-)Banken erhältlich ist.

den Auswirkungen auf die Gesamtstrategie ist hierbei allerdings nie ganz auszuschließen, wobei zumindest die Implikationen aber regelmäßig durch Einschaltung von Dritten begrenzt werden können.

1.2.2 Kauf über Börse

Alternativ oder auch ergänzend zu einem Paketkauf kommt der Kauf von Anteilen über die Börse in Betracht. Werden Kaufoptionen auf die betreffende Aktie gehandelt, können diese zusätzlich erworben werden, was aber sicherlich nur in relativ kleinem Umfang erfolgen kann, schon weil die Liquidität an den Termin- und Optionsmärkten deutlich geringer ist als an den Kassamärkten. Nachteilig am Kauf über die Börse ist, daß eine solche Strategie regelmäßig nur über einen längeren Zeitraum möglich und allein aufgrund der verstärkten und kontinuierlichen Nachfrage mit Kurssteigerungen verbunden ist, die beim Auftauchen von Übernahmegerüchten noch verstärkt werden. Vor diesem Hintergrund wird deutlich, daß die Wahl der hier mit dem Aufkauf zu beauftragenden Bank oder Banken ein besonders sensibles Thema ist.

In diesem Zusammenhang ist an die Meldepflichten zu erinnern, die unabhängig davon eingreifen, ob der Erwerb der Aktien über die Börse oder auf anderem Weg erfolgt. Da nach §§ 21, 22 WpHG bei Gesellschaften, deren Aktien im Amtlichen Handel notiert werden, bereits ein Paket von 5 Prozent erstmals zu melden ist¹, ist - zumindest bei Gesetzestreue oder Fehlen entsprechender Kreativität - die Gefahr, „schlafende Hunde zu wecken“ gerade in diesem Marktsegment schon in einem frühen Stadium der Paketbildung relativ groß, wohingegen in den anderen Segmenten die Meldepflichten erst bei 25 bzw. 50 Prozent der Aktien eintreten und nur Unternehmen, nicht aber Privatleute treffen.

1.2.3 Öffentliches Übernahmeangebot

Die dritte Alternative zur Erlangung der Kontrolle über ein börsennotiertes Unternehmen ist die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots, wobei dieses regelmäßig erst nach mehr oder weniger umfangreichen Vorkäufen abgegeben wird. Das Verfahren, bei dem sich der Interessent direkt an die Aktionäre wendet und ihnen den Erwerb von Aktien zu festgesetzten Konditionen innerhalb eines bestimmten Zeitraums anbietet, hat neben dem, das Management des Unternehmens oftmals lähmenden, Überraschungseffekt den Vorteil, daß der Übernehmer die Kontrolle innerhalb eines überschaubaren Zeitraums erlangen kann, ohne den Börsenkurs in ungeahnte Höhen zu treiben. Allerdings liegen die im Rahmen von Übernahmeofferten gebotenen Preise meist deutlich über dem aktuellen Börsenkurs.

Das deutsche Recht kennt keine zwingenden spezifischen Regelungen für öffentliche Übernahmeangebote. Fragen wie Mindestinhalt eines solchen Angebots, Pflichten der Parteien, Laufzeit, Mengen, Preis sind deshalb nur dann geregelt, wenn der Ü-

¹ Weitere Meldepflichten bestehen bei 10 Prozent, 25 Prozent, 50 Prozent oder 75 Prozent der Stimmrechte, so daß auch der weitere Aufbau von den Marktteilnehmern verfolgt werden kann. Vgl. näher hierzu K. Schanz, Börseneinführung, § 16 III. Transparenzgebot.

bernehmer den Übernahmekodex anerkannt hat. In diesem Fall ist der Übernehmer nach Art. 16 ÜK auch verpflichtet, unverzüglich ein Pflichtangebot für die restlichen Anteile abzugeben, sobald er die Kontrolle über die Zielgesellschaft erreicht hat. Dies ist unabhängig davon, ob die Kontrolle durch Aufkauf an der Börse oder auf sonstige Weise erfolgte.¹

Umgekehrt - und dies kann ein großer Vorteil des öffentlichen Übernahmeangebots für den Übernahmeinteressenten sein - ist das Management der Zielgesellschaft im Falle der Anwendbarkeit des Übernahmekodex nach Bekanntgabe des öffentlichen Angebots gemäß Art. 3 und 19 ÜK verpflichtet, alles zu unterlassen, was bei Wertpapieren der Zielgesellschaft oder bei Papieren, die hierfür im Tausch angeboten werden, außergewöhnliche Kursbewegungen auslösen könnte.²

1.3 Zielrichtung

Die Kontrolle ist das eigentliche Ziel des Erwerbers und damit der bestimmende Faktor für die Beantwortung der Frage nach der Höhe der mindestens zu erwerbenden Beteiligung. Dabei ist davon auszugehen, daß der Übernehmer zur Durchsetzung eines Teils der Entscheidungen der Hauptversammlung einer qualifizierten Mehrheit bedarf, wohingegen für andere - wie z.B. die Wahl der Aktionärsvertreter im Aufsichtsrat - eine einfache Mehrheit genügt.³ Da hierbei regelmäßig nicht auf das gesamte stimmberechtigte Kapital, sondern nur auf die bei der Hauptversammlung präsenten Stimmen abgestellt wird, wird sich ein Übernehmer an der Höhe der Hauptversammlungspräsenzen der Vorjahre orientieren und dabei auch die Höhe des „free float“ sowie die Papiere, die regelmäßig im Wege des Depotstimmrechts der Banken vertreten sind, ins Kalkül ziehen und die sonstigen Machtverhältnisse berücksichtigen bzw. zu beeinflussen suchen.

Beabsichtigt der Übernehmer über die reine Kontrolle hinaus eine vollständige Eingliederung der Zielgesellschaft, so benötigt er nach § 320 I 1 AktG mindestens fünf- undneunzig Prozent des Grundkapitals, um die Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung⁴ aus der Gesellschaft zu drängen.⁵ Demgegenüber bedarf der Abschluß eines Unternehmensvertrages, z.B. in der weitgehendsten und für den Übernehmer effektivsten Form eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages⁶, nach § 293 AktG nur einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals. Auch hier muß außenste-

¹ Näher zum Übernahmekodex K. Schanz, Börseneinführung, § 16 IV. Übernahmekodex.

² Die Durchführung laufender Kapitalmaßnahmen, die Erfüllung von Verträgen, die vor Bekanntgabe des Übernahmeangebots abgeschlossen wurden, sowie Maßnahmen, die die Hauptversammlung für den Fall eines Übernahmeangebots beschlossen hat, sind aber nicht untersagt.

³ Demgegenüber ist für die vorzeitige Abwahl eines Vertreters der Anteilseigner einer Dreiviertelmehrheit der abgegebenen Stimmen, sofern in der Satzung nichts anderes vereinbart worden ist.

⁴ Diese ist nach § 320b I AktG in Form eigener Aktien der übernehmenden Gesellschaft oder als Barabfindung zu gewähren.

⁵ § 320a 1 AktG. „Squeeze out“.

⁶ Vgl. hierzu § 291 AktG.

henden Aktionären ein angemessener Ausgleich in Form wiederkehrender Zahlungen geleistet¹ und der Erwerb deren Aktien gegen Abfindung angeboten werden².

Alternativ oder komplementär hierzu kann ein Übernehmer das vollständige³ Delisting der Zielgesellschaft anstreben, um so die Minderheitsaktionäre zumindest indirekt zu einem Verkauf ihrer Aktien zu veranlassen. Durch die hierdurch eingeschränkte Liquidität wird die Investition für die verbliebenen Aktionäre deutlich unattraktiver⁴, was möglicherweise deren Bereitschaft zu einem Verkauf fördert⁵.

Vom Gesetz ungeregelt ist aber, welches Gremium einer AG mit welchen Mehrheitsverhältnissen ein Delisting betreiben darf. Dabei kann davon ausgegangen werden, daß ein solcher Eingriff in die Aktionärsrechte nicht mehr in die Kompetenz des Vorstands fallen kann und daher der Mitwirkung der Hauptversammlung bedarf.⁶ Zum Schutz von dissentierenden Minderheiten muß beim Going Private eine höhere Mehrheit als bei der Börseneinführung verlangt werden⁷. Vor Inkrafttreten der Novelle 1994 des AktG wurde in Anlehnung an das alte Umwandlungsrecht⁸ eine Mehrheit von 90 Prozent des bei Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals gefordert. Nach heutiger Rechtslage wird eine satzungsändernde Mehrheit, d.h. 75 Prozent des bei Beschlußfassung vertretenen Kapitals, für die Beschlußfassung über ein vollständiges Delisting für ausreichend gehalten.⁹

¹ § 304 AktG.

² § 305 AktG.

³ Zum partiellen Delisting vgl. K. Schanz, Börseneinführung, § 12 VI. 1. Rückzug auf eine Börse.

⁴ Dabei ist auch zu berücksichtigen, daß diese bei einer starken Thesaurierungspolitik, die von unternehmerisch geprägten Großaktionären gefördert oder betrieben wird, ihren Anteil am Unternehmensgewinn nur durch eine Anteilsveräußerung realisieren können. Weitere Nachteile resultieren aus dem Wegfall vielfältiger Publizitäts- und Verhaltenspflichten, die an eine Börsennotierung anknüpfen. So setzen z.B. die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten nach §§ 44 ff. BörsG, die Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG oder die Offenlegung wesentlicher Beteiligungen nach § 21 II WpHG die Zulassung zum Amtlichen Handel bzw. Geregelten Markt voraus und sorgen somit für eine vertrauensbildende Transparenz, die wesentliche Grundlage für die Anlageentscheidung von Investoren ist. S. Kümpel, Börsenrecht, S. 90.

⁵ Außerdem kann ein Interesse daran bestehen, sich einer als lästig empfundenen Unternehmenskontrolle über den Markt zu entziehen oder sich durch ein Delisting vor dem Eintritt unerwünschter Aktionäre zu schützen. Im Gegensatz zu Kleinaktionären verfolgen Großaktionäre mit ihrem Engagement häufig langfristige Ziele und sind deshalb u.U. nicht in demselben Maße an der durch die Börsennotierung geförderten Liquidität der Gesellschaftsanteile interessiert. L. Vollmer/A. Grupp, Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt, ZGR 1995, S. 474. Zur näheren Begründung vgl. auch A. Meyer-Landrut/R. Kiem, Der Formwechsel einer Publikumsaktiengesellschaft, WM 1997, S. 1361, 1363

⁶ H. Balsler/G. Bokelmann/K. Piorreck, Die Aktiengesellschaft, Rdnr. 508i.

⁷ Vgl. hierzu K. Schanz, Börseneinführung, § 6 IV. 1. Gesellschaftsrechtliche Grundlage.

⁸ Vgl. 369 III AktG a.F., nach dem der Beschluß, durch den eine AG in eine GmbH umgewandelt wird, nicht der an sich notwendigen Zustimmung aller Aktionäre bedarf, sondern nur eine Mehrheit von 90 Prozent benötigt, wenn die Gesellschaft im Zeitpunkt der Umwandlung keine Publikumsgesellschaft ist.

⁹ Dies wird u.a. damit begründet, daß seit dem Inkrafttreten des Gesetzes für kleine Aktiengesellschaften ein Going Private nach neuem Aktienrecht keinen echten Typuswechsel nach sich ziehe und auch nach neuem Umwandlungsrecht vergleichbare Umstrukturierungsentscheidungen der Gesellschafter ganz allgemein nur Anforderungen unterliegen, die rechtsformspezifisch für Satzungsänderungen gelten. Vgl. B. Sagasser/T. Bula, Umwandlungen, S. 315; P. Hommelhoff, Minderheitenschutz bei Umstrukturierungen, ZGR 1993, S. 452, 456. Nach T. Baums/H. Vogel (in M.

3. Abwehrmaßnahmen

Schon der Begriff „feindliche Übernahme“ wirft die Frage nach den Möglichkeiten und Instrumenten der Verteidigung und deren jeweiligen Erfolgchancen für die sie verwendende Gesellschaft auf. Gerade in den USA wurde eine Vielzahl von Strategien zur Abwehr unerwünschter Übernahmen entwickelt¹, die in Deutschland allerdings nur z.T. anwendbar und im Ergebnis deutlich weniger effizient sind.

Vor oder im Zusammenhang mit einer näheren Behandlung einzelner Abwehrmaßnahmen bedarf es der Klärung, ob bzw. von wem solche im Falle ihrer grundsätzlichen Rechtmäßigkeit überhaupt ergriffen werden dürfen. Fallen diese in den Zuständigkeitsbereich der Hauptversammlung, z.B. da sie eine Satzungsänderung erfordern, bestehen unter dem Gesichtspunkt der aktienrechtlichen Zuständigkeit grundsätzlich keine Bedenken gegen die Zulässigkeit ihrer Verwendung, da die Hauptversammlung als Vertretung der Gesellschafter in der Wahl ihrer Abwehrmittel weitgehend frei ist. In Anbetracht der mit einer Einschaltung der Hauptversammlung verbundenen Schwerfälligkeit und Publizität sind Maßnahmen, die nur auf diesem Wege implementiert werden können, nicht zum kurzfristigen Einsatz gegen aktuelle Angriffe geeignet, sondern allenfalls als vorbeugende Maßnahmen.

Bei Maßnahmen des Vorstands ist danach zu differenzieren, ob diese auf einem Hauptversammlungsbeschuß bzw. einer spezifischen Satzungsregelung basieren oder ob sie vom Vorstand autonom veranlaßt werden. Handelt der Vorstand im Rahmen eines Hauptversammlungsbeschlusses oder der Satzung, z.B. durch Nutzung eines genehmigten Kapitals, so ist auch eine solche Verteidigung regelmäßig zunächst einmal, d.h. vorbehaltlich etwa widersprechender Regelungen des Übernahmekodexes als zulässig anzusehen.

Demgegenüber ist bei autonom veranlaßten Maßnahmen zu prüfen, ob diese noch von der Geschäftsführungskompetenz des Vorstands nach § 76 AktG gedeckt sind oder bereits in die ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen.² Maßgeblicher, hierbei zu berücksichtigender Gesichtspunkt ist die in § 53a AktG festgeschriebene Neutralitätsverpflichtung sowie die Treuepflicht des Vorstands, gegen die dieser verstößt, wenn er seine Position zielgerichtet durch die Inanspruchnahme von Gesellschaftsmitteln stärkt.³ Im Ergebnis umfassen die sich aus § 76 AktG ergebenden Kompetenzen eines Vorstands weder das Recht noch die Pflicht, die Zu-

Lutter/E. Scheffler/U. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, S. 247, 287) genügt für den Börsenaustritt grundsätzlich ein Hauptversammlungsbeschuß mit einfacher Mehrheit, der dann allerdings einer sachlichen Rechtfertigung bedarf und der Inhaltskontrolle nach den Grundsätzen der Kali und Salz-Entscheidung des BGH unterliegt. BGHZ 71, 40 ff. L. Vollmer/A. Grupp, Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt, ZGR 1995, S. 459, 475. Inwieweit die Rechtsprechung dieser Ansicht folgen wird, bleibt abzuwarten. Zum ganzen vgl. auch K. Schanz, Börseneinführung, § 12 VI. Delisting.

¹ Vgl. hierzu B. von Falkenhausen, M. Lutter (Hrsg.), Festschrift für E. Stiefel, S. 162, 181 ff.

² C. Ebenroth/T. Daum, Die Kompetenzen des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, DB 1991, S. 1105, 1157.

³ L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152 ff.

sammensetzung des Aktionärskreises zu beeinflussen.¹ Dabei ist umstritten, ob dieses dem Vorstand auferlegte Zurückhaltungsgebot in Übernahmekämpfen zumindest dann eine Grenze hat, wenn ein konkreter und berechtigter Anlaß zu der Befürchtung besteht, daß der Angreifer die Gesellschaft durch Maßnahmen schädigen werde, die „nicht in den Bereich der den Aktionären zustehenden (Um-) Strukturierungs- und Desinvestitionsentscheidungen fallen“.² Nach anderer Ansicht besteht keine Veranlassung, dem Vorstand eine Kompetenz zur Einleitung von Abwehrmaßnahmen zuzubilligen, die nicht die ausdrückliche Zustimmung seiner Hauptversammlung gefunden haben, da dies der denkbar schlechteste Weg zur Verhinderung illegaler Handlungen eines potentiellen Großaktionärs wäre.³

1.4 Strukturelle Abwehrmaßnahmen

Die einer Gesellschaft und ihren Gesellschaftern zur Verfügung stehenden Verteidigungsmechanismen haben teilweise präventiven Charakter. Von den erst bei Vorliegen eines konkreten Angriffs zu treffenden Maßnahmen unterscheiden sie sich insbesondere dadurch, daß sie meist in die verfassungsmäßige Struktur der Gesellschaft eingreifen und in der Satzung geregelt werden müssen. Gemeinsam ist allen Maßnahmen der Zweck, die Erreichung der Kontrolle über eine Gesellschaft durch Dritte zu verhindern oder zumindest zu erschweren.

Das effektivste und für Gesellschaft und Aktionäre bei weitem erfreulichste Abwehrmittel ist aber im rein wirtschaftlich/finanziellen Bereich zu suchen, nämlich in der Steigerung des Unternehmenswerts durch Optimierung von Ertragslage⁴ und Finanzstruktur der Bilanz verbunden mit der richtigen Investor Relations Politik. Eine konsequent verfolgte Shareholder Value Strategie⁵ und adäquate Kommunikation,

¹ C. Ebenroth/T. Daum, Die Kompetenzen des Vorstands einer Aktiengesellschaft bei der Durchführung und Abwehr unkoordinierter Übernahmen, DB 1991, S. 1105, 1157, 1159; H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 113; H. Mertens, Kölner Kommentar zum AktG, § 76 Rdnr. 26; C. Claussen, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, DB 1998, S. 177 ff; A. Schander, Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 1997, S. 1801, 1804. A.A. K. Martens, Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, S. 529, nach dem der Vorstand bei Übernahmeversuchen eine aktive Haltung einnehmen darf. Nach einer kommentierenden Information über die Situation könne der Vorstand ausgerichtet am Gesellschaftsinteresse weitergehende Maßnahmen ergreifen und insbesondere einzelne Aktionäre oder eine der Gesellschaft nahestehende Bank zur Mobilisierung von Widerstand ansprechen oder befreundete Unternehmen zum Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft anregen, was H. Bungert, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht, NJW 1998, S. 488, 492 für „nicht unüberzeugend“ hält.

² H. Mertens, Kölner Kommentar zum AktG, § 76 Rdnr. 26.

³ H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 114.

⁴ Z.B. durch interne operative und strukturelle Verbesserungen wie Umsatz- und Produktivitätssteigerungen, Kostensenkungen, Beschleunigung von Prozessen und Optimierung der Steuerung sowie einer Optimierung des Beteiligungsportfolios.

⁵ Hierzu kann auch der Verkauf von Unternehmensteilen als Folge des Rückzugs des Unternehmens auf seine Kernbereiche und die Ausschüttung überschüssiger Liquidität in Form von Sonderdividenden oder Aktienrückkäufen gehören. Vgl. K. Martens, Erwerb und Veräußerung eigener Aktien

insbesondere mit der „Financial Community“ führt dazu, daß der tatsächliche Wert einer Gesellschaft in deren Börsenkurs reflektiert wird, was eine feindliche Übernahme regelmäßig uninteressant machen dürfte.¹ Im Gegensatz zu anderen Abwehrmaßnahmen ist eine solche Strategie nicht auf eine Verringerung der Attraktivität einer Gesellschaft, sondern auf deren Steigerung gerichtet.

Eine der hierzu komplementären Maßnahmen zur Verringerung der Gefahr einer feindlichen Übernahme ist die laufende Überwachung des eigenen Aktienkurses. Dabei geht es zum einen um die möglichst frühzeitige Entdeckung ungewöhnlicher, mit der Entwicklung des Unternehmens oder des Marktes nicht erklärbarer Kursveränderungen. Zum anderen sollten Unterbewertungen, insbesondere solche im Vergleich zu Konkurrenzunternehmen, als möglicher Anreiz eines Dritten realisiert werden. Dies gilt insbesondere, wenn das Unternehmen auch aus anderen Gründen attraktiv ist, sei es aufgrund hoher Liquidität oder Profitabilität, wertvoller Markennamen, flächendeckender und schlagkräftiger Vertriebskanäle, besonderer Expertise etc.

Von besonderer Bedeutung ist auch die Beobachtung der Aktionärsstruktur, was mit Namensaktien sehr viel einfacher möglich ist als mit Inhaberaktien. Hier geht es um die Feststellung des Streuungsgrads der Aktien sowie um die Identifikation von Großaktionären, d.h insbesondere von verkäuflichen Aktienblöcken. Gleichermaßen sollte im Rahmen einer Konkurrenzbeobachtung festgestellt werden, ob es potentielle Käufer mit aggressiven Unternehmensstrategien und hoher Finanzkraft gibt. Dabei sollte der Blick nicht nur auf Unternehmen in der gleichen Branche beschränkt werden.²

Im Gegensatz zu diesen eher vorbeugenden Maßnahmen gibt es Maßnahmen, die erst bei Vorliegen eines Übernahmeangebots ergriffen werden. Hierzu gehören Abwehrmaßnahmen wie internationale Roadshows und Anzeigenkampagnen, wie sie gerade von der Mannesmann AG als Reaktion auf die Attacke von Vodafone lanciert wurden.³

im Börsenhandel, AG 1996, S. 337, 338. Zum Erwerb eigener Aktien als Instrument einer aktiven Shareholder Value Strategie vgl. A. Rams, Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, Die Bank 1997, S. 216 ff.

¹ Vgl. hierzu auch A. Schander, Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 1997, S. 1801 f.

² Vgl. hierzu auch A. von Buddenbrock, in R. von Rosen/W. Seifert (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 277, 284 ff.

³ Das Landgericht Düsseldorf wies einen Antrag einer Gruppe von Mannesmann Aktionären auf Erlaß einer einstweiligen Verfügung gegen die Werbe- und Informationskampagne der Gesellschaft, die diese gegen die Offerte von Vodafone gerichtet hat, ab. Dabei wurde die Medienkampagne gegen Vodafone als gewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahme bezeichnet und „die werbende Darstellung des eigenen Unternehmenskonzepts und der Unternehmensstrategie ... auch in der Übernahmesituation als Gegenstand der eigenverantwortlichen Geschäftsführung des Vorstands“ angesehen. Daran ändere auch nichts, daß es sich um eine feindliche Übernahme handele.

1.4.1 Vinkulierte Namensaktien

Wird statt einer AG eine KGaA gegründet und entsprechend strukturiert¹, kann eine feindliche Übernahme trotz Börseneinführung wirksam ausgeschlossen werden. Werden statt dessen stimmrechtslose Vorzugsaktien emittiert, so bildet dies ungeachtet der Möglichkeit eines Wiederauflebens der Stimmrechte bei Nichtbedienung des Vorzugs schon in Anbetracht der Begrenzung auf maximal 50 Prozent des Gesamtkapitals ebenfalls ein wirksames Abwehrmittel, zumindest solange kein Stammaktionär „abtrünnig“ wird.

Zu den strukturellen Maßnahmen gegen feindliche Übernahmen gehört auch die Emission von vinkulierten Namensaktien, wobei hier Umgehungsmöglichkeiten bestehen². Wurde in der Satzung nicht von der durch § 68 II 4 AktG eingeräumten Möglichkeit Gebrauch gemacht, Gründe zu bestimmen, aus denen die Zustimmung verweigert werden kann, oder sind diese nicht abschließend, so stellt sich regelmäßig die Frage, ob der Vorstand oder das andere hierfür zuständige Organ, d.h. Aufsichtsrat oder Hauptversammlung, die Zustimmung zur Übertragung allein deshalb verweigern darf, weil ein unerwünschter Übernahmever such abgewehrt werden soll. Dies wäre dann der Fall, wenn die Verweigerung zum Wohle der Gesellschaft erforderlich wäre. Da aber feindliche Übernahmeangebote nicht per se gesellschaftsschädlich sind, wird die Verweigerung der Zustimmung für rechtsmißbräuchlich angesehen, wenn sie nur der Abwehr eines neuen Mehrheitsgesellschafters dient.³ Etwas anderes mag dann gelten, wenn ein konkreter Anlaß für die Befürchtung steht, daß der Erwerber in einer vorwerf baren Schädigungsabsicht handelt, d.h. daß seine Absichten Maßnahmen beinhalten, „die nicht in den Bereich der den Aktionären zustehenden (Um-) Strukturierungs- und Desinvestitionsentscheidungen fallen.“⁴ Eine reine Zerschlagungs- und Versilberungsabsicht reicht hierfür aber nicht aus. Ansonsten liegt die Entscheidung des zuständigen Gesellschaftsorgans über Erteilung oder Verweigerung der Zustimmung zur Übertragung in dessen pflichtgemäßen Ermessen, das sich hierbei am Wohl der Gesellschaft zu orientieren hat.⁵

Außer der in § 68 II AktG vorgesehenen Möglichkeit der Vinkulierung ist keine weitere Beschränkung der Übertragbarkeit von Aktien mit dinglicher Wirkung durch entsprechende Satzungsregelungen möglich. Zulässig sind aber schuldrechtliche Vereinbarungen wie Vorkaufsrechte, Andienungspflichten oder Verfügungsbeschränkungen, sei es durch Vertrag unter den Anteilsinhabern, sei es durch Vertrag mit der Gesellschaft. Trotzdem sind solche schuldrechtlichen Bindungen als Abwehrmaßnahme wenig geeignet, da gegen sie verstoßende Transaktionen nach § 137 BGB dennoch wirksam wären und ein Angreifer die Kosten der Freistellung seines Vertragspartners von eventuellen Vertragsstrafen oder Schadensersatzansprüchen von vornherein in seine Kalkulation mit einbeziehen kann. Außerdem sind solche

¹ Vgl. hierzu K. Schanz, Börseneinführung, § 3 II. 2. Gesellschafter und Gremien.

² Vgl. K. Schanz, Börseneinführung, § 3 I. 9. d) Vinkulierte Namensaktien.

³ M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 538.

⁴ H. Mertens, Kölner Kommentar zum AktG, § 76 Rdnr. 26.

⁵ M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 538.

schuldrechtlichen Vereinbarungen bei Gesellschaften in Streubesitz ohnehin nicht praktikabel.¹

1.4.2 Änderung der Stimmrechtsmacht

Der Erwerb von Aktienpaketen an einigen großen deutschen Gesellschaften durch Aktionäre aus Ölstaaten führte Mitte der 70-er Jahre dazu, daß die Einführung von Höchststimmrechten zum bevorzugten Abwehrinstrument deutscher Publikumsge-
sellschaften wurde.² Diese waren immer rechtspolitischen Bedenken ausgesetzt³. Darüber hinaus hält das Instrument des Höchststimmrechts in seiner Wirksamkeit auch nicht annähernd das, was sich die Praxis oftmals hiervon verspricht. So waren Stimmrechtsbeschränkungen über Strohleute, Treuhandlösungen, Stimmrechtskonsortien oder schuldrechtliche Vereinbarungen leicht zu umgehen, was zwar nicht unbedingt rechtmäßig, aber zumindest nicht oder nur schwer zu kontrollieren war.⁴

Aufgrund der sich verschärfenden Kritik an Höchststimmrechten⁵ wurden diese durch das KonTraG bei börsennotierten Gesellschaften verboten⁶ und sind nunmehr nur noch bei existierenden entsprechenden Satzungsregelungen für eine zweijährige Übergangszeit nach dem Inkrafttreten des KonTraG am 1. Mai 1998 gültig. Endgültig abgeschafft wurde auch die Mehrstimmrechtsaktie nach § 12 II AktG, die schon vorher aufgrund der Erforderlichkeit einer Ausnahmegenehmigung keine wesentliche Bedeutung mehr gespielt hat.⁷

Nach Abschaffung von Höchst- und Mehrstimmrechten besteht somit nur noch die Möglichkeit, in den Grenzen des § 405 III AktG⁸ durch Stimmbindungsverträge⁹

¹ H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 119 f.

² H. Otto, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, DB 1988, S. 1, 7.

³ Zur Kritik vgl. z.B. M. Adams, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wunder-
same Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, AG 1990, S. 63 ff.

⁴ Zu Höchststimmrechten vgl. L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahme-
angebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 158; M. Mar-
quardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von
Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 539; H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als
Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Ver-
haltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 120 ff; A. Klein, Abwehrmöglich-
keiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 1997, S. 2085, 2087; C. Hauschka/T.
Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 190.

⁵ Vgl. z.B. auch M. Adams, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame
Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, AG 1990, S. 63 ff.

⁶ Art. 1 Nr. 3, Art. 11 Nr. 1 KonTraG.

⁷ H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschafts-
rechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Über-
nahmeangebote“), S. 1, 124.

⁸ Danach sind Stimmbindungsverträge unzulässig, wenn sie zu einer gesetzes- oder satzungswidri-
gen Stimmabgabe verpflichten oder einem Aktieninhaber einen besonderen Vorteil für ein be-
stimmtes Abstimmungsverhalten versprechen.

⁹ U. Hüffer, AktG, § 133 Rdnr. 25 ff.

gleichgesinnte Aktionäre gegenseitig zu verpflichten, in einzelnen oder allen Tagesordnungspunkten einer Hauptversammlung einheitlich abzustimmen. Durch eine solche Maßnahme lassen sich z.B. Sperrminoritäten gegen Satzungsänderungen schaffen oder Einfluß auf die Bestimmung der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat nehmen. Um diese schuldrechtlichen Verträge dinglich abzusichern, können die Aktien des Stimmenkonsortiums in das Gesamthandvermögen einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts eingebracht werden. Das Stimmrecht aus diesen Aktien wird dann durch einen gemeinschaftlichen Vertreter ausgeübt.¹

Allerdings führen Stimmbindungsverträge nicht zu einer absoluten Bindung oder einem garantierten Ausschluß einer feindlichen Übernahme. Eine Verletzung hat in der Regel nicht die Anfechtbarkeit eines vertragswidrig zustande gekommenen Beschlusses zur Folge², sondern allenfalls Schadensersatzansprüche zwischen den Beteiligten des Stimmbindungsvertrages.³

1.4.3 Austausch des Managements

Von besonderer Bedeutung für einen Übernehmer ist die schnellstmögliche Besetzung des Managements der Zielgesellschaft mit Personen seines Vertrauens. Dies kann in Deutschland gerade bei einer feindlichen Übernahme aufgrund der Zweiteilung in Aufsichtsrat und Vorstand sowie der Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat außerordentlich problematisch sein, was einer der wichtigsten Gründe für die niedrige Zahl an feindlichen Unternehmensübernahmen in Deutschland sein dürfte. So ist eine schlagartige Neubesetzung der Organe in der für die Kontrolle nötigen Höhe gegen den Willen der Aktionärsvertreter de facto unmöglich, die Abwahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ist schon aus mitbestimmungsrechtlichen Überlegungen⁴ nicht möglich.⁵

Vor Ablauf der nach § 102 I AktG maximal 5 Jahre⁶ betragenden Amtszeit bedarf es nach § 103 I 2 AktG zur Abwahl eines Anteilseignervertreters im Aufsichtsrat einer Dreiviertelmehrheit der abgegebenen Stimmen, soweit in der Satzung nichts anderes vereinbart worden ist. Demgegenüber kann ein Aufsichtsratsmitglied, das aufgrund einer Satzungsbestimmung in den Aufsichtsrat entsandt worden ist, jederzeit vom Entsendungsberechtigten, aber eben nur von diesem, abberufen werden.

¹ Vgl. U. Hüffer, AktG, § 69 Rdnr. 2; M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 539.

² U. Hüffer, AktG, § 133 Rdnr. 26.

³ Außerdem kann auf die vereinbarte Stimmabgabe geklagt werden. M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 539.

⁴ § 23 MitbestG, § 11 II MontanMitbestG, § 76 BetrVG 1952.

⁵ Die Arbeitnehmervertreter können nur von ihren Wählern vorzeitig abberufen werden. C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 188. Dabei kann davon ausgegangen werden, daß diese gerade in der stimmungsgeladenen Atmosphäre eines Übernahmekampfes die volle Unterstützung der Mitarbeiter genießen, da diese um ihren Arbeitsplatz bangen und wiederum die Unterstützung ihrer Vertreter im Aufsichtsrat erwarten.

⁶ Vgl. hierzu U. Hüffer, AktG, § 102 Rdnr. 2.

Zur Neubesetzung des Vorstands können dessen Mitglieder vor Ablauf ihrer Amtszeit vom Aufsichtsrat abberufen werden, wenn in ihrer Person ein wichtiger Grund vorliegt. Einen wichtigen Grund in diesem Sinne stellt nach § 84 III 2 AktG auch der Entzug des Vertrauens durch die Hauptversammlung dar, der mit der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen beschlossen werden kann.¹ Dies setzt nicht unbedingt ein schuldhaftes Fehlverhalten des einzelnen Vorstandsmitglieds voraus. Andererseits darf der Vertrauensentzug nicht rechtsmißbräuchlich sein², was aber bei einem Wechsel des Großaktionärs regelmäßig in dessen Sinne, d.h. mit dem Ergebnis der Rechtmäßigkeit begründbar sein sollte.³ Im übrigen gibt es keine gesetzlich festgeschriebene Höchstzahl von Vorstandsmitgliedern. So können - zumindest bei Fehlen entsprechender satzungsmäßiger Begrenzungen oder Einstimmigkeitserfordernisse für Vorstandsentscheidungen - eventuell auch einfach weitere Vorstandsmitglieder, die das Vertrauen des neuen Großaktionärs genießen, bestellt werden.⁴

Die beschriebene Abschreckungswirkung des deutschen two-tier-board-Systems kann - wenn man dies überhaupt noch für erforderlich halten sollte⁵ - noch dadurch intensiviert werden, daß der Wiederbestellungszyklus zeitlich gefächert wird, d.h. nicht alle Amtszeiten zum gleichen Termin auslaufen. Dies hat zur Folge, daß ein Angreifer nicht einfach einen Termin abwarten kann, zu dem die gesamte Anteilseignerseite im Aufsichtsrat zur Neuwahl ansteht um dann mit einem Schlag die Kontrolle zu gewinnen. Eine weitere Möglichkeit der Stärkung einer Verteidigungsposition ist die satzungsmäßige Festschreibung von Entsendungsrechten nach § 101 II

¹ C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 188; L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 156.

² Nach § 84 III 4 AktG ist ein Widerruf der Bestellung zum Vorstand wirksam, bis seine Unwirksamkeit rechtskräftig festgestellt ist. Da ein Anfechtungsprozeß des abberufenen Vorstands den Ablauf der Bestellungszeit von maximal 5 Jahren nicht hemmt, ist für den Betroffenen selbst ein effektiver Rechtsschutz nur eingeschränkt gegeben, was sich -die Beherrschung des Aufsichtsrates unterstellt- wiederum in der leichten Lösbarkeit des Problems der Vorstandsbestellung widerspiegelt. M. Peltzer, Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland?, ZIP 1989, S. 69, 76.

³ Bei Gesellschaften, die der Montanmitbestimmung unterliegen kommt für einen Übernehmer erschwerend hinzu, daß nach § 13 I MontanmitbestG der Arbeitsdirektor im Vorstand nicht gegen die Stimmen der Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmer abberufen werden kann.

⁴ M. Peltzer, Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland, ZIP 1989, S. 69, 75 f.

⁵ C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 188 halten weitere Maßnahmen daher für überflüssig. Zustimmend L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 156.

Instrumente wie „golden parachutes“, d.h. oftmals wahnwitzig hohe Abfindungszahlungen für Mitglieder des Managements im Falle des Erreichens einer bestimmten Beteiligungsquote durch einen nicht erwünschten Übernehmer, wie sie vor allem in den USA zur Erhöhung der Transaktionskosten eingesetzt werden, scheitern in Deutschland an den §§ 87 I bzw. 113 I AktG bzw. sind nur in den hierdurch gesetzten Grenzen der Angemessenheit möglich und damit nicht für einen Übernehmer schmerzhaft. A. Schander, Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 1997, S. 1801, 1802. H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 142 ; L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 160; M. Peltzer, Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland, ZIP 1989, S. 69, 74.

AktG, wobei diese aber auf ein Drittel der von den Aktionärsvertretern besetzten Aufsichtsratspositionen beschränkt sind.

Inwieweit sich ein Angreifer gegen die somit sehr starke Stellung des Managements der Zielgesellschaft durchsetzen kann, hängt von den Umständen des Einzelfalls ab. Dabei dürften neben der Persönlichkeit der Betroffenen auch Themen wie Zermürbungstaktik und Geld eine Rolle spielen.

1.4.4 Genehmigtes Kapital

Zu den besonders von US-amerikanischen Gesellschaften häufig verwandten „poison pills“ gehören auch Bestimmungen, die Veränderungen in der Kapitalstruktur vorsehen. Hiervon sind nur wenige in Deutschland wirksam und rechtmäßig. So sind Regelungen, nach denen Minderheitsaktionäre berechtigt sind, Aktien der Zielgesellschaft zu einem deutlich niedrigeren Preis als dem Marktpreis von dem potentiellen Übernehmer¹ oder von der Gesellschaft² zu kaufen oder ihre Aktien gegen schuldverschreibungsähnliche Instrumente zu tauschen³, schon wegen des Verstoßes gegen den in § 53a AktG festgeschriebenen Gleichbehandlungsgrundsatz rechtswidrig.⁴

Demgegenüber kann ein genehmigtes Kapital in unterschiedlicher Weise gegen eine feindliche Übernahme eingesetzt werden, was im Ergebnis das wohl effizienteste Abwehrmittel darstellt. Dies gilt zumindest dann, wenn das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen wurde. Ist dies nicht der Fall, so kann der Erwerb zwar nicht verhindert, wohl aber verteuert werden.⁵ Allerdings besteht bei einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht die Möglichkeit, daß Altaktionäre nicht an dessen Ausübung interessiert sind und dieses dann vom Angreifer an den Märkten aufgekauft wird. Somit birgt eine solche Strategie die Gefahr, daß durch die Kapitalerhöhung der Mehrheitserwerb sogar noch gefördert wird.

Die Möglichkeiten für den Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre bei der Schaffung bzw. Ausnutzung eines genehmigten Kapitals wurden mit der Kehrtwen-

¹ Sogenannte „Flip over“-Regelungen. Vgl. hierzu auch T. Paefgen, Kein Gift ohne Gegengift: Sortimentserweiterung in der Bereitschaftsapotheke gegen idiosynkratische Unternehmenskontrollwechsel, AG 1991, S. 189, 190. Abgesehen von den Bedenken in Hinblick auf den Gleichbehandlungsgrundsatz stellt dieses Instrument wohl einen unzulässigen Vertrag zu Lasten eines Dritten, nämlich des Mehrheitsaktionärs dar. C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 189 f. Vgl. hierzu auch H. Bungert, Pflichten des Managements bei der Abwehr von Übernahmeangeboten nach US-amerikanischem Gesellschaftsrecht, AG 1994, S. 297, 299 f; M. Peltzer, Hostile Takeovers in der Bundesrepublik Deutschland, ZIP 1989, S. 69, 73 f.

² „Flip-in“.

³ „Back end“.

⁴ M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 541; L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 158.

⁵ L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 161; H. Otto, Übernahmeversuche und Strategien der Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 8 f.

de der Rechtsprechung des BGH im Fall „Siemens/Nold“¹ deutlich erweitert. Zuvor wurden Kapitalerhöhungen unter Ausschluß des Bezugsrechts infolge der hiermit für die Altaktionäre verbundenen Nachteile² nur unter restriktiven Voraussetzungen zugelassen³, die bei der Schaffung eines genehmigten Kapitals zur Abwehr künftiger Übernahmeversuche durchweg nicht vorliegen.⁴

Demgegenüber reicht es nach der geänderten Rechtsprechung, wenn bei der Schaffung eines genehmigten Kapitals die Kapitalmaßnahme, zu deren Durchführung der Vorstand ermächtigt wird, allgemein umschrieben und in dieser Form der Hauptversammlung bekanntgegeben wird, sofern sie durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist.⁵ Dies kann bei Beschluß und Nutzung eines genehmigten Kapitals zu Abwehrzwecken im Ergebnis bejaht werden⁶, da die Begründung einer Abhängigkeit eine Qualitätsänderung für die Zielgesellschaft bedeutet, die die Gefahr begründet, daß die Geschäftsführung nicht mehr an den Eigeninteressen der Gesellschaft ausgerichtet werden kann, und schon damit deren unmittelbare Interessen berührt. Auch ergibt eine Interessenabwägung keine unangemessene Beeinträchtigung der Interessen der Aktionäre, die neue Aktien erwerben wollen, wenn man diese Interessen denen von Aktionären gegenüberstellt, die ihren Anteilsbesitz an einer unabhängig fortbestehenden Gesellschaft sichern wollen.⁷ Der Vorstand hat bei der Umsetzung der Ermächtigung sicherzustellen, daß das Kapitalerhöhungsvorhaben mit dem satzungsmäßigen Unternehmensgegenstand und die tatsächliche Lage mit der abstrakten Umschreibung des Vorhabens im Hauptversammlungsbeschluß übereinstimmt. Außerdem muß die Nutzung des genehmigten Kapitals im wohlverstandenen Interesse der Gesellschaft liegen.⁸ Der Vorstand hat deshalb während ei-

¹ ZIP 1997, S. 1499 ff; vgl. hierzu H. Bungert, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht, NJW 1998, S. 488 ff; M. Wolf, Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten, AG 1998, S. 212 ff.

² Verringerung der Beteiligungsquote und - zumindest bei Emission unter Börsenkurs - Verwässerung des Wertes. Vgl. hierzu M. Wolf, Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten, AG 1998, S. 212, 217.

³ Grundlegend BGHZ 71, 40 ff. So mußte nach der bis dahin h.M. im Zeitpunkt der Beschlußfassung der Hauptversammlung das Vorhaben, zu dessen Ermöglichung das Bezugsrecht ausgeschlossen werden sollte, bereits in seinen konkreten Zügen bekannt sein. Dies ist bei der Schaffung von Verteidigungsinstrumenten gegen künftige Übernahmeversuche regelmäßig nicht der Fall. So mag in Ausnahmefällen zur Zeit des Hauptversammlungsbeschlusses sogar der Name eines potentiellen Interessenten bekannt sein, nicht aber die Modalitäten der Übernahme. H. Otto, Übernahmeversuche und Strategien der Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 8 f; vgl. auch P. Kindler, Bezugsrechtsausschluß und unternehmerisches Ermessennach deutschem und europäischem Recht, ZGR 1998, S. 35, 38 f.

⁴ M. Wolf, Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten, AG 1998, S. 212, 214; L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 161; a.A. C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181,191.

⁵ BGHZ 125, S. 239 ff. (Deutsche Bank AG); BGH (Siemens AG/Nold) in WM 1997, S. 1704 ff; H. Bungert, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht, NJW 1998, S. 488, 491. Sehr kritisch („Das Urteil ist ein Unglück“), M. Lutter, Anmerkung, JZ 1998, S. 50 ff.

⁶ A.A. M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 541.

⁷ M. Wolf, Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten, AG 1998, S. 212, 215 ff.

⁸ P. Kindler, Bezugsrechtsausschluß und unternehmerisches Ermessen nach deutschem und europäischem Recht, ZGR 1998, S. 35, 57.

nes unerwünschten Übernahmeversuchs zu entscheiden, ob dessen Abwehr tatsächlich im Interesse seines Unternehmens liegt oder ob eine Übernahme nicht vielmehr erhebliche Synergien und Entwicklungspotentiale mit sich bringt und damit für die Gesellschaft positiv zu werten ist. Zu berücksichtigen ist aber, daß er in seinen Handlungsalternativen durch die Art. 3 und 19 des Übernahmekodexes deutlich eingeschränkt ist, wenn seine Gesellschaft den Übernahmekodex akzeptiert hat.

Was bleibt ist die von Gesetzgeber und Rechtsprechung bislang nicht beantwortete Frage nach der Reichweite der Neutralitätspflicht des Vorstands.¹ Folgt man der hier vertretenen Ansicht, so kann der Vorstand nach § 202 AktG von der Hauptversammlung² mit mindestens drei Vierteln des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals³ für maximal fünf Jahre ermächtigt werden, im Falle eines unerwünschten Übernahmeversuchs das Kapital durch Ausgabe neuer Aktien um bis zu 50 Prozent des Grundkapitals, das zur Zeit der Ermächtigung vorhanden ist, zu erhöhen.⁴ Dieses genehmigte Kapital kann dann zur Ausgabe neuer Aktien und deren Plazierung bei einem Dritten genutzt werden, den das Management mit größerem Wohlwollen sieht, was ihm in angelsächsischen Ländern die Bezeichnung „White Knight“ eingebracht hat⁵. Unter rechtlichen Gesichtspunkten ist diese Strategie unproblematisch, solange der freundliche Bieter mindestens den gleichen Preis zahlt wie der unerwünschte Angreifer⁶ und gleichzeitig die Voraussetzungen für den Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre in Hinblick auf den Abschlag zum Börsenkurs erfüllt werden.⁷ Ob ein solcher White Knight in der Kürze der Zeit dann auch tatsächlich gefunden werden kann, ist eine ganz andere Frage. Außerdem führt auch diese Strategie zu einem Ergebnis, welches das Management in seinem Übernahmekampf meistens gerade vermeiden will, nämlich dem Verlust der „Selbständigkeit“ bzw. der Abhängigkeit von einem Großinvestor.⁸

¹ H. Bungert, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht, NJW 1998, S. 488, 492.

² Der Vorstand hat nach §§ 203 II 2, 186 IV 2 AktG vor Beschlußfassung der Hauptversammlung dieser einen schriftlichen Bericht über den Grund für den teilweisen oder vollständigen Ausschluß des Bezugsrechts vorzulegen.

³ Die Satzung kann nach § 202 II 3 AktG eine größere Kapitalmehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen.

⁴ Die neuen Aktien sollen nach § 202 III 2 AktG nur mit Zustimmung des Aufsichtsrates ausgegeben werden. Die fehlende Zustimmung des Aufsichtsrates berührt die Wirksamkeit der Kapitalerhöhung nicht, der Registerrichter hat aber bei fehlender Zustimmung die Eintragung der Durchführung abzulehnen. U. Hüffer, AktG, § 202 Rdnr. 21 f.

⁵ Vor Änderung der zitierten Rechtsprechung noch ablehnend, L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 160 f.

⁶ Zu einem tieferen Preis darf eine Abgabe nur erfolgen, wenn dadurch erhebliche Interessen der Gesellschaft gewahrt werden. C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 193.

⁷ Wie bei einer Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts nach § 186 III 4 AktG wird auch für andere Fälle des Bezugsrechtsausschlusses von der Rechtsprechung die Verhältnismäßigkeit nur unter der Voraussetzung gestattet, daß der Ausgabekurs den aktuellen Börsenkurs nicht wesentlich unterschreitet. H. Bungert, Die Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses im Aktienrecht, NJW 1998, S. 488, 491.

⁸ Vgl. hierzu auch M. Wolf, Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten, AG 1998, S. 212, 217, nach dem es unzulässig wäre, wenn der Vorstand zur Durchführung eines Hauptversammlungsbeschlusses, der zur Vermeidung einer Konzerneinbindung erlassen und dann umgesetzt wird, die

Alternativ zu dieser Strategie kann das Management des Zielobjekts über die Nutzung des genehmigten Kapitals auch Gelder aufnehmen, um seinerseits zu versuchen, den Angreifer zu übernehmen.¹ Diese, soweit ersichtlich in Deutschland noch nicht praktizierte und besonders aggressive Abwehrstrategie dürfte schon infolge des hierzu erforderlichen Kapitalbedarfs nur in Ausnahmefällen praktikabel sein, auch wenn die Kapitalkraft des Unternehmens durch die Möglichkeit der Ausnutzung eines genehmigten Kapitals und der hierdurch erhöhten Kreditwürdigkeit gesteigert wird. In rechtlicher Hinsicht werden die Rahmenbedingungen für eine solche Strategie durch §§ 19, 328 AktG gesetzt, wonach bei wechselseitigen Beteiligungen über jeweils 25 Prozent ein Unternehmen Rechte aus Aktien an einem anderen Unternehmen nur bis zu einer Grenze von 25 Prozent ausüben kann, sobald ihm das Bestehen der wechselseitigen Beteiligung bekannt geworden ist. Nach § 328 I und II AktG wird die Gesellschaft privilegiert, die als erste die Mitteilung nach §§ 20 f. AktG macht, vorausgesetzt, sie weiß noch nicht, daß das andere Unternehmen mehr als 25 Prozent seiner Aktien hält.² Im Ergebnis heißt dies, daß ein Angreifer nicht mehr den Aufbau einer direkten (!) Gegenbeteiligung durch die Zielgesellschaft befürchten muß, wenn er diese von einer die 25 Prozentgrenze übersteigenden Beteiligung an dieser informiert hat.³ Außerdem ist ein abhängiges Unternehmen beim Kauf von Aktien des beherrschenden Unternehmens den Beschränkungen der §§ 71d, 71 II AktG unterworfen.

1.4.5 Wandel- und Optionsanleihen

Die präventive Plazierung von Options- und Wandelanleihen als Abwehrmittel weist in Hinblick auf die Rechtmäßigkeit wie auch bezüglich der Voraussetzungen für einen erfolgreichen Einsatz deutliche Parallelen zum genehmigten Kapital auf. Zunächst einmal hängt die Funktionsfähigkeit auch dieser Strategie davon ab, daß es gelingt, diese Instrumente bei „befreundeten“ Aktionären oder der Verwaltung gewogenen Dritten zu plazieren, bei denen nicht die Gefahr besteht, daß sie ihre Options- bzw. Wandlungsrechte oder die bezogenen Aktien an einen Angreifer veräußern. Zum anderen haben die Aktionäre nach § 221 IV AktG bei Begebung der Options- und Wandelschuldverschreibungen ein gesetzliches Bezugsrecht⁴, dessen

im Rahmen der Verteidigungsmaßnahme ausgegebenen Aktien bei einem Unternehmen plazierte, bei dem seinerseits die Gefahr einer Konzerneinbindung der Gesellschaft besteht.

¹ „Pac Man Defense“. Vgl. hierzu B. von Falkenhausen, M. Lutter (Hrsg.), Festschrift für E. Stiefel, S. 163, 186 f.

² C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 194.

³ Dann können Rechte aus den zur Abwehr erworbenen Aktien am angreifenden Unternehmen durch die Zielgesellschaft nämlich nicht mehr ausgeübt werden, soweit die Beteiligung 25 Prozent übersteigt. L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 162. Kennt ein Zielunternehmen eine Beteiligung über 25 Prozent, so kann die Pac Man Strategie deshalb allenfalls mit einem Partner verfolgt werden.

⁴ Dies gilt nach der wohl h.M. auch dann, wenn eine Tochtergesellschaft eine Options- oder Wandelanleihe begibt, deren Bezugsrechte sich auf die Aktien der Muttergesellschaft beziehen. M. Lutter, Kölner Kommentar zum AktG, § 221, Rdnr. 12, 22; K. Martens, Festschrift für Stimpel, S. 621 ff.; zustimmend H. Otto, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der

Ausschluß die Rechtsprechung heute wohl nach den Grundsätzen beurteilen würde, die in den Fällen Deutsche Bank AG und Siemens AG/Nold für ordentliche Kapitalerhöhungen bzw. Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital aufgestellt wurden.¹ Aufgrund der Erforderlichkeit eines bedingten Kapitals zur Sicherstellung der Erfüllung² ist die Gesellschaft nach § 192 III AktG wie beim genehmigten Kapital³ auf die Hälfte des Grundkapitals, das zur Zeit der Beschlußfassung der Hauptversammlung über die bedingte Kapitalerhöhung vorhanden ist, beschränkt.

Als besonderer Vorteil dieses Abwehrinstrumentes wird immer wieder aufgeführt, daß es nur einen geringen Kapitelaufwand erfordern würde, da nur der Preis für das Options- oder Wandlungsrecht zu zahlen wäre.⁴ Das Gegenteil ist richtig, da im Rahmen dieser Strategie nicht nur das derivative Recht, d.h. die Option bzw. das Wandlungsrecht erworben wird und auch bezahlt werden muß, sondern die dieses Recht mitumfassende Anleihe.⁵ Wenngleich das so investierte Kapital verzinst wird⁶, wird ein potentieller Investor dem Thema „Kapitalbindung“ besondere Bedeutung beimessen⁷ und besonders günstige Konditionen verlangen, sei es in Bezug auf die Verzinsung des eingesetzten Kapitals, sei es durch Vereinbarung eines besonders niedrigen Bezugskurses. Hierbei unterliegt die Gesellschaft wiederum den Restriktionen der Rechtsprechung zum Ausschluß des Bezugsrechts in Hinblick auf die mög-

Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 9; U. Hüffer, AktG, § 221, Rdnr. 71; a. A. W. Schilling in Großkommentar AktG § 221 Anm. 18; E. Silcher, Bedingtes Kapital für „Warrant-Anleihen“ von Tochtergesellschaften, K. Ballerstedt/W. Hefermehl (Hrsg.), Festschrift für Ernst Geßler, S. 185 ff, 192.

¹ Vor den genannten Urteilen wurde auch bei der Begebung von Wandel- und Optionsanleihen zu Abwehrzwecken der Ausschluß des Bezugsrechts in der Literatur für unzulässig gehalten und die jeweilige Verwaltung auf eine andere Begründung verwiesen, an deren Tragfähigkeit aber hohe Anforderungen zustellen wären. Vgl. A. Klein, Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 1997, S. 2085, 2088; H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 130; M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 541; H. Otto, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 9.

² Vgl. hierzu U. Hüffer, AktG, § 221 Rdnr. 59 f.

³ § 202 III 1 AktG.

⁴ A. Klein, Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 1997, S. 2085, 2088; H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 129 f.; H. Otto, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 9.

⁵ Wenngleich in der Darstellung nicht richtig, so zeigt diese Ansicht doch die Möglichkeit einer sehr effektiven Strategie, die zudem nur einen relativ begrenzten Kapitaleinsatz erfordert: die Emission von reinen Optionsrechten Anleihe unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre. Hält man die im Gesetz nicht vorgesehene Begebung von Optionen ohne hiermit verbundene Anleihe überhaupt -wie hier vertreten- für wirksam, so bleibt ungeklärt, ob die Rechtsprechung den Ausschluß des Bezugsrechts nach den in „Deutsche Bank AG“ und „Siemens AG/Nold“ vertretenen Grundsätzen beurteilt oder z.B. die Neutralitätspflicht des Vorstands in den Vordergrund stellt und strengere Maßstäbe anlegt.

⁶ Da die dem Investor zufließende Gegenleistung für die Überlassung des Kapitals nicht nur in der Zahlung eines Zinses, sondern zusätzlich in dem derivativen Recht besteht, ist die Verzinsung des eingesetzten Kapitals niedriger als bei einer Straight-Anleihe.

⁷ Ist der Investor ein dem KWG unterliegendes Kreditinstitut, sind die Eigenkapitalbindungskosten auch direkt quantifizierbar, was für andere Banken regelmäßig in vergleichbarer Form gelten sollte.

lichen Abschläge zum Börsenkurs bzw. auch der Sorgfaltspflicht des Vorstands nach § 93 AktG mit der Folge der Gefahr einer Anfechtung von Beschlüssen der Hauptversammlung nach §§ 243 II, 255 II AktG¹ bzw. einer Schadensersatzpflicht des Vorstands.

Im Ergebnis bieten diese Instrumente als Abwehrmittel keine Vorteile gegenüber dem genehmigten Kapital, sind aber eher umständlicher zu handhaben.

1.4.6 Erwerb eigener Aktien

Der Rückkauf eigener Aktien wird in den USA sowohl zur allgemeinen Prävention als auch ad hoc zur Abwehr aktueller Übernahmeveruche eingesetzt.² Mit dem Einsatz dieser Verteidigungsmaßnahme kann zum einen die Diskrepanz des Börsenkurses zum inneren Wert des Übernahmeobjekts aufgehoben und der Kurs einer Aktie so in die Höhe getrieben werden, daß eine Übernahme unattraktiv wird. Zum anderen kann mit dem Aufkauf von Aktien am Markt nicht nur die Zahl der verfügbaren, d.h. für einen Angreifer erreichbaren Stücke verringert werden, vielmehr kann die Gesellschaft die so erworbenen Aktien - wie bei einer Kapitalerhöhung - anschließend bei befreundeten Investoren plazieren.³

Beim Angriff auf eine deutsche Gesellschaft kann das Instrument von dieser auch nach dem Inkrafttreten des KonTraG nur mit einem sehr viel geringeren Wirkungsgrad als Verteidigungsmittel eingesetzt werden, da in Deutschland der Erwerb eigener Aktien weiterhin nur in den engen und abschließenden Grenzen des § 71 AktG möglich ist⁴. Nach der Rechtslage vor Inkrafttreten des KonTraG war bei einem un-

¹ H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 129 ff; H. Otto, Übernahmeveruche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 9. A. Klein (Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 1997, S. 2085, 2088 f.) stellt diesbezüglich auf das selbstverständlich auch hier geltende Verbot einer Unterpariemission nach § 9 AktG ab, das nicht notgedrungen tangiert sein muß.

² Rechtsvergleichende Darstellungen finden sich bei R. von Rosen/L. Helm, Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft, AG 1996, S. 434, 436 ff; T. Günther/T. Mücke/M. White, Zulässigkeit des Rückkaufs eigener Aktien in den USA und Deutschland - vor und nach KonTraG, RIW 1998, S. 337 ff. Zum Erwerb eigener Aktien allgemein vgl. F. Leven in N. Frei/C. Schlienkamp, Aktie im Aufwind, 209 ff.; DAI, Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft - Stellungnahme für das Bundesministerium der Finanzen; A. Schander, Der Rückkauf eigener Aktien nach KonTraG und Einsatzpotenziale bei Übernahmetransaktionen, ZIP 1998, S. 2087 ff.; G. Wiese, Die steuerliche Behandlung des Aktienrückkaufs im Lichte des BMF-Schreibens vom 2.12.1998, DStR 1999, S. 187 ff.; J. Thiel, Bilanzuelle und steuerrechtliche Behandlung eigener Aktien nach der Neuregelung des Aktienrechts durch das KonTraG, DB 1998, S. 1583 ff.; G. Kraft/C. Altvater, Die zivilrechtliche, bilanzielle und steuerliche Behandlung des Rückkaufs eigener Aktien, NZG 1998, S. 448 ff.

³ H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 132; A. Schander, Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 1997, S. 1801, 1803; L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 154.

⁴ Nach deutschem Aktienrecht wird der Erwerb eigener Aktien als unzulässige Einlagenrückgewähr angesehen. Im Interesse der Erhaltung des Gesellschaftskapitals sind solche Transaktionen daher

erwünschten Übernahmeversuch von den Fallgruppen des § 71 AktG lediglich Abs. 1 Nr. 1 einschlägig, wonach eine Gesellschaft eigene Aktien erwerben darf, „wenn der Erwerb notwendig ist, um einen schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden von der Gesellschaft abzuwenden“. Da hierbei aber lediglich auf die Gesellschaft abzustellen ist und nicht auf Beeinträchtigungen, die einzelnen Aktionären oder Aktionärsgruppen drohen, kann nach der h.M. eine drohende Übernahme nicht in die Kategorie des Schadens i.S.d. § 71 I Nr. 1 AktG eingeordnet werden.¹

Demgegenüber eröffnet der durch das KonTraG neu eingeführte § 71 I Nr. 8 AktG² den Einsatz des Erwerbs eigener Aktien als Instrument der Verteidigung³. Danach ist der Erwerb eigener Aktien aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung⁴ zulässig, wobei der Beschluß den höchsten und niedrigsten Kaufpreis⁵, den Zweck sowie das maximale Volumen bestimmen soll.⁶ Allerdings gilt auch für den Erwerb

mit einem grundsätzlichen Verbot belegt, das nur von den in § 71 AktG genannten Ausnahmen durchbrochen ist. H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 133.

¹ BFH, DB 1977, 1170; A. Klein, Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 1997, S. 2085, 2087; L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 155; H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 133.

² Zu Überlegungen im Vorfeld der Gesetzesänderung vgl. K. Martens, Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel, AG 1996, S. 337 ff; U. Wastl, Erwerb eigener Aktien nach dem Referentenentwurf zur Änderung des AktG und des HGB, DB 1997, S. 461; zur historischen Entwicklung der Gesetzgebung zum Erwerb eigener Aktien vgl. O. Peltzer, Die Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Lichte der historischen Erfahrungen, WM 1998, S. 322 ff.

³ Eigentliche Zielrichtung der Erweiterung der Möglichkeiten des Erwerbs eigener Aktien ist aber, den Unternehmen zu ermöglichen, Aktien aus dem Markt zu nehmen und das umlaufende Material zu verknappen, was sinnvoll sein kann, wenn das Eigenkapital dauerhaft oder mittelfristig zu hoch ist. Die Liquidität des Unternehmens sollte - wie die anderen Aktiva - mindestens die gewichteten Kapitalkosten des Unternehmens verdienen. Ist mit den zum Rückkauf verwendeten Gewinnrücklagen anderweitig keine angemessene Rendite zu erzielen, kann mit dem Erwerb die Eigenkapitalrendite auf die verbleibenden Aktien erhöht werden. Der Eigenerwerb kann auch der Vorbereitung einer endgültigen Einziehung der Aktien dienen. F. Leven in N. Frei, C. Schlienkamp (Hrsg.), Aktie im Aufwind, S. 211, 215 ff; Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), S. 31.

⁴ Die Ermächtigung der Hauptversammlung verfällt nach 18 Monaten. Diese zeitliche Befristung gilt nur für den Erwerb, nicht aber für das Halten der Aktien. Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), S. 31. Nach § 71 I 3 AktG hat die Gesellschaft das BAWe unverzüglich nach der Hauptversammlung von dem Ermächtigungsbeschluß nach § 71 I Nr. 8 AktG und seinem Inhalt zu unterrichten.

⁵ Der Preis muß nicht absolut bestimmt sein, sondern kann auch durch eine relative Anbindung an den Börsenkurs erfolgen. D. Klingberg, Der Aktienrückkauf nach dem KonTraG aus bilanzieller und steuerlicher Sicht, BB 1998, S. 1575.

⁶ Im Gegensatz zu den anderen Ausnahmetatbeständen des § 71 I AktG ist somit bereits vor der Transaktion ein Genehmigungsbeschluß der Hauptversammlung erforderlich. Nach der Begründung des Gesetzesentwurfs (ZIP, 1996, 2129 ff.) wurden bewußt keine Vorgaben über den Inhalt zulässiger Zwecke gemacht, sondern Zweckbestimmung und weitere Details vollumfänglich der Hauptversammlung überlassen. M. Wolf, Konzerneingangsschutz bei Übernahmeangeboten, AG 1998, S. 212, 218. Ausgeschlossen ist lediglich der Handel in eigenen Aktien, was wiederum die Frage aufwirft, inwieweit der Erwerb zur Kurspflege eingesetzt werden darf. Nach C. Claussen, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, DB 1998, S. 177, 180 ist kurzfristige Kurspflege er-

nach § 71 I Nr. 8 AktG die Obergrenze des § 71 II 1 AktG, wonach der Erwerb eigener Aktien in jedem Fall auf maximal zehn Prozent des Grundkapitals begrenzt wird. Einsatzmöglichkeiten und Effizienz des Erwerbs eigener Aktien als Verteidigungsinstrument werden hierdurch deutlich limitiert, trotzdem sollte die kurstreibende Wirkung und der Effekt der Umplazierung nicht unterschätzt werden. Außerdem setzt der Erwerb nach § 71 II 2 AktG voraus, daß die nach § 272 IV HGB vorgeschriebenen Rücklagen für eigene Aktien aus ausschüttbaren Mitteln gebildet werden können.¹ Aus den erworbenen eigenen Aktien stehen der Gesellschaft nach § 71b AktG keine Rechte zu.²

Beim Verkauf der erworbenen Aktien ist wie beim Kauf der Grundsatz der Gleichbehandlung zu beachten. Diesem Erfordernis wird durch die Abwicklung der Transaktion über eine Börse Genüge getan. In Analogie zu § 186 III 4 AktG ist ein Abweichen vom Gleichbehandlungsgrundsatz dann erlaubt, wenn ein Ausschluß des Bezugsrechts zulässig wäre, d.h. beim Verkauf nahe am Börsenkurs.³ So kann die Hauptversammlung auch beschließen, daß die Verwaltung bei der Plazierung der Aktien frei ist bzw. diese bestimmten Dritten zuteilen kann.⁴

laubt. Demgegenüber ist nach dem Willen des Gesetzgebers die kontinuierliche Kurspflege ebenso verboten wie der Handel in eigenen Aktien. Vgl. Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), S. 31; G. Wiese, KonTraG: Erwerb eigener Aktien und Handel in eigenen Aktien, DB 1998, S. 609.

¹ Eigene Aktien und die für sie gebildete Rücklage sind nach § 266 II HGB in der Bilanz auszuweisen. Nach § 16 I Nr. 2 AktG sind ferner im Anhang zum Jahresabschluß detaillierte Angaben über Erwerb oder Veräußerung eigener Aktien im entsprechenden Geschäftsjahr einschließlich des Erwerbs- und des Veräußerungspreises zu machen. Auch hat der Vorstand in der nächsten Hauptversammlung eine entsprechende Berichtspflicht. Zur bilanziellen Behandlung vgl. C. Claussen, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, DB 1998, S. 177, 179. H. Otto, Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 8 und ihm - nicht so differenziert - folgend L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 155 weisen darauf hin, daß der Erwerb eigener Aktien steuerlich zur Annahme einer verdeckten Gewinnausschüttung an den Veräußerer der Aktien in Höhe des den Börsenkurs übersteigenden Teils des Kaufpreises führt. Insoweit wäre bei Verkauf an die Gesellschaft eine steuerpflichtige Dividende anzunehmen, wohingegen ein an den Übernahmeinteressenten veräußernder Kleinaktionär einen steuerfreien Veräußerungsgewinn erzielen könne. Abgesehen davon, daß hier auf die Voraussetzung der Einhaltung der Sechs-Monats-Frist für die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen aus nicht im Betriebsvermögen gehaltenen Wertpapieren hinzuweisen ist, sind diese steuerlichen Hinweise inhaltlich zwar richtig, gehen in der Praxis aber fehl, da eine Gesellschaft im Interesse einer optimalen Nutzung der Strategie den Rückkauf regelmäßig gerade über die Börse vornehmen wird, da der kurstreibende Effekt ein wesentliches Strategiemerkmale darstellt und außerdem ein Veräußerer - wenn nicht ein öffentliches Übernahmeangebot vorliegt - gar nicht weiß, ob die von ihm verkauften Stücke von der Gesellschaft, dem Angreifer oder einem Dritten aufgenommen werden. Eingehend zu Rechtsnatur und steuerlicher Behandlung eigener Anteile J. Thiel, Wirtschaftsgüter ohne Wert: Die eigenen Anteile der Kapitalgesellschaft, in A. Raupach/A. Uelner (Hrsg.), Ertragsbesteuerung, Festschrift für Ludwig Schmidt S. 569 ff; F. Wassermeyer, Der Erwerb eigener Anteile durch eine Kapitalgesellschaft - Überlegungen zur Rechtsprechung des I. Senats des BFH, in A. Raupach/A. Uelner (Hrsg.), Ertragsbesteuerung, Festschrift für Ludwig Schmidt, S. 621 ff.

² Vgl. hierzu U. Hüffer, AktG, § 71b, Rdnr. 1 ff, 5.

³ C. Claussen, Wie ändert das KonTraG das Aktiengesetz?, DB 1998, S. 177, 180.

⁴ Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), S. 31; A. Schander, Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, BB 1997, S. 1801, 1803 mit dem Hinweis, daß hierdurch als unerwünschte Negativfolge auch die Unternehmensleitung veranlaßt werden kann, die eigenen

Ein aktuell geplanter Erwerb bzw. eine Veräußerung kann - entsprechendes Volumen oder Marktmenge vorausgesetzt - eine kursrelevante Tatsache i.S.d. Insiderrechts darstellen und in entsprechenden Verhaltenspflichten resultieren. Ist zu erwarten, daß der Erwerb oder die Veräußerung eine wesentliche Kursbeeinflussung i.S.d. § 15 WpHG auslösen wird, ist eine Ad hoc-Mitteilung vorzunehmen.¹ Im Falle einer Überschreitung der Fünfprozentsschwelle bzw. einem Erreichen der Zehnprozentsschwelle ist zudem die Meldepflicht des § 21 WpHG zu beachten.

1.4.7 Wechselseitige Beteiligungen

Über wechselseitige Beteiligungen, kann die Verwaltung eines Unternehmens Anteile der eigenen Gesellschaft mittelbar über eine oder mehrere andere Gesellschaften kontrollieren. Gleichzeitig führen diese zu einer Reduktion des Streubesitzes bzw. einer Eingrenzung des Aktionärskreises und sind damit - präventiv wie reaktiv - grundsätzlich wirksame Abschreck- und Abwehrmittel gegen unerwünschte Übernahmeversuche, haben aber nicht unbeträchtliche Nebenwirkungen. Hierzu gehören beispielsweise die Verwässerung des Kapitals, Autonomiegewinn der Verwaltung sowie Flexibilitätsverlust aufgrund der gegenseitigen Abhängigkeit.²

Nach deutschem Recht sind wechselseitige Beteiligungen grundsätzlich zulässig³ und - wenn auch in geringer Zahl - mit unterschiedlicher Zielsetzung bei etablierten Gesellschaften implementiert⁴, unterliegen aber Restriktionen in Hinblick auf die Beteiligungshöhe und der Ausübbarkeit des Stimmrechts. Verflechtungen, bei denen keines der beiden Unternehmen mehr als 25 Prozent des Kapitals des jeweils anderen hält, sind unproblematisch und nicht Gegenstand besonderer Regelungen. Demgegenüber greift bei sogenannten einfachen wechselseitigen Beteiligungen i.S.d. § 19 AktG, bei denen beide Unternehmen jeweils mehr als 25 Prozent der Anteile des anderen halten, gleichzeitig aber keine Abhängigkeit/Beherrschung i.S.d. § 17 AktG⁵ vorliegt, die Regelung des § 328 AktG ein. Danach kann ein Unternehmen bei Vorliegen dieser tatbestandlichen Voraussetzungen Stimm-, Dividenden-, Bezugs- und sonstige Rechte aus Aktien an einem anderen Unternehmen nur bis zu einer Grenze

Aktien zu einem überhöhten Preis vom Angreifer zurückzuerwerben, um so die feindliche Übernahme zu verhindern („green-mailing“).

¹ Vgl. hierzu K. Schanz, Börseneinführung, § 16 II Ad-hoc Publizität.

² H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 135.

³ Vgl. § 19 AktG.

⁴ Vgl. z.B. Asko AG/Massa AG (o.V. „Die Aktionäre äußerten deutliche Kritik an der Kreuzverflechtung mit Massa, HB v. 29.8.1988, S. 12), Allianz AG/Dresdner Bank.

⁵ Nach dem gegenwärtigen Stand von Rechtsprechung und Schrifttum ist der Abhängigkeitstatbestand des § 17 erfüllt, wenn sich ein rechtlich selbständiges Unternehmen aus seiner Perspektive in der Lage befindet, daß ein anderes Unternehmen beherrschenden Einfluß ausüben kann. Die tatsächliche Ausübung des Einflusses ist nicht erforderlich, es genügt vielmehr die Möglichkeit mittelbarer Einflußnahme, sofern diese beständig, umfassend und gesellschaftsrechtlich fundiert ist. U. Hüffer, AktG, § 17 Rdnr. 4 ff. Von einem nach § 16 I AktG in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen wird nach § 17 II AktG vermutet, daß es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist.

von 25 Prozent ausüben, sobald ihm das Bestehen der wechselseitigen Beteiligung bekannt geworden ist, wenn nicht das Unternehmen seinerseits dem anderen Unternehmen eine Mitteilung nach § 20 III AktG oder § 21 I AktG gemacht hatte, bevor es von dem anderen Unternehmen eine solche Mitteilung erhalten hat und bevor ihm das Bestehen der wechselseitigen Beteiligung bekannt geworden ist.¹ Kommt es ihm Rahmen dieser Regelungen zu einer Überkreuzverflechtung im Verhältnis 50 Prozent zu 25 Prozent², so hält die die 50prozentige Beteiligung haltende Gesellschaft infolge der 25prozentigen Rückbeteiligung wirtschaftlich 12,5 Prozent des eigenen Kapitals, was im Ergebnis durchaus beachtliche Möglichkeiten der Einschränkung des Einflusses von Aktien in Streubesitz eröffnet.³

Im Falle der Beherrschung eines Unternehmens durch ein anderes i.S.d. § 17 AktG unterliegt die beherrschte Gesellschaft den Restriktionen der §§ 71d, 71 AktG, d.h. das beherrschte Unternehmen darf Aktien des herrschenden nur erwerben, wenn und soweit das herrschende zum Erwerb eigener Aktien ermächtigt wäre.⁴ Hier gilt in jedem Fall die Zehnprozentgrenze des § 71 II 1 AktG. In einem Übernahmekampf kann sich aber für ein angegriffenes Unternehmen durchaus die Alternative stellen, gegen diese Begrenzung zu verstoßen, da nach §§ 71d 4, 71 IV AktG zwar das schuldrechtliche Geschäft unwirksam ist, nicht aber die dingliche Übertragung und der Vorstand der Zielgesellschaft nicht wie beim Erwerb eigener Aktien den Ordnungswidrigkeitentatbestand des § 405 I Nr. 4 a AktG erfüllt.⁵

1.4.8 Ausgabe von Belegschaftsaktien

Als begleitende Maßnahme zum Schutz gegen unerwünschte Übernahmen bietet sich auch die Möglichkeit der Plazierung von Aktien bei Mitarbeitern bzw. die Ausgabe von Bezugsrechten an diese. Dabei kann sich die Verwaltung die Tatsache zunutze machen, daß die Mitarbeiter bei einem Übernahmekampf aus Sorge um ihren Arbeitsplatz wohl eher auf der Seite der Zielgesellschaft und ihres Managements stehen als auf der des Angreifers. Diese ist aber nicht notwendigerweise der Fall, selbst bei einer umsichtigen und erfolgreichen Mitarbeiter- und Unternehmensführung.

Zudem sind der Beteiligung der Mitarbeiter nicht nur durch deren finanzielle Möglichkeiten, sondern auch in rechtlicher Hinsicht enge Grenzen gesetzt. So ist die Ausgabe von Aktien an Arbeitnehmer der Gesellschaft auf der Basis eines genehmigten

¹ U. Hüffer, AktG, § 328 Rdnr. 1 ff.

² Auf den Erwerb von mehr als 25 Prozent kann regelmäßig infolge der Grenzen des § 328 AktG verzichtet werden. M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 541. Vgl. dort auch zu komplexeren Überkreuz- und Ringverflechtungen (S. 541 f).

³ H. Otto, Übernahmeveruche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, DB 1988, Beilage zu Heft Nr. 29, S. 1, 11.

⁴ A. Klein, Abwehrmöglichkeiten gegen feindliche Übernahmen in Deutschland, NJW 1997, S. 2085, 2089.

⁵ H. Otto, Übernahmeveruche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, DB 1988, Beilage zu Heft Nr. 29, S. 1, 10 mit Hinweis auf das Analogieverbot des § 3 OWiG und der richtigen Feststellung, daß die Geltendmachung von bereicherungsrechtlichen Ansprüchen unwahrscheinlich ist.

Kapitals nach § 202 IV AktG nur insoweit zulässig, als dies in Art und Umfang angemessen ist.¹ Erfolgt eine Ausgabe von Bezugsrechten auf der Basis eines bedingten Kapitals nach § 192 II Nr. 3 AktG, so ist dies nur gegen Einlage von Geldforderungen möglich, die den Mitarbeitern aus einer ihnen eingeräumten Gewinnbeteiligung zustehen.²

1.5 Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen

1.5.1 Verkauf von Aktiva

Zu den - insbesondere in den USA und Großbritannien unter der Bezeichnung „crown jewels strategy“ beliebten - Abwehrstrategien bei einem tatsächlichen Übernahmeversuch gehört der Verkauf von Vermögensgegenständen, die für den Angreifer besonders attraktiv sind.³ Teilweise erfolgt eine solche Veräußerung an einen Dritten, von dem sie wieder zurückgekauft werden können.⁴

In Deutschland stellen solche Maßnahmen entweder kein wirksames Abwehrmittel dar oder begegnen rechtlichen Bedenken.⁵ So ist der Verkauf von unwesentlichen und nicht unbedingt betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen regelmäßig nicht geeignet, einen Übernahminteressenten abzuschrecken. Erfolgt ein solcher Verkauf zum Marktwert⁶, so kommt es zu einem Aktivtausch, der infolge der hiermit verbundenen höheren Liquidität das Ausschichten des Unternehmens durch einen neuen Aktionär nur erleichtert und somit genau das Gegenteil des Beabsichtigten erreicht, nämlich eine Übernahme nur attraktiver macht. Demgegenüber ist bei einem Verkauf wesentlicher Aktiva neben den Zustimmungserfordernissen nach § 179a AktG und den Grundsätzen der „Holzmüller“-Entscheidung des BGH zu berücksichtigen, daß sich alle Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstands innerhalb der durch § 76 I AktG und den durch den Unternehmensgegenstand gezogenen Grenzen

¹ H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1 ff, 132; H. Otto, Übernahmeveruche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr, Beilage 12/88 zu DB 29/1988, S. 2, 10. Als Maßstab soll nach U. Hüffer (Aktien-gesetz, § 202, Rdnr. 27) der steuerliche Freibetrag des § 19a EStG, d.h. DM 300 dienen können, was aber sehr niedrig erscheint. M. Lutter, Kölner Kommentar zum AktG, § 202, Rdnr. 28.

² Vgl. hierzu U. Hüffer, AktG, § 192; Rdnr. 14.

³ Vgl. hierzu B. von Falkenhausen, M. Lutter (Hrsg.), Festschrift für E. Stiefel, S. 163, 185.

⁴ M. Peltzer, Von Räubern, weißen Rittern und Jungfrauen, die Taktiken des amerikanischen takeovers, ZfdgK 1986, S. 291, 295 f.; vgl. hierzu auch C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 191; L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 160.

⁵ Vgl. hierzu auch C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 191.

⁶ Ein Verkauf unter Wert würde einen Verstoß des Vorstands gegen seine gesetzlichen und arbeitsvertraglichen Verpflichtungen darstellen und den Tatbestand der Untreue nach § 266 I 2. Alt. StGB darstellen. L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 160. Außerdem setzt sich der Vorstand der Gefahr von Schadensersatzansprüchen nach § 93 II AktG aus. M. Marquardt, Gesellschafts- und steuerrechtliche Instrumente zur Abwehr feindlicher Übernahmen von Aktiengesellschaften, WiB 1994, S. 537, 539.

halten müssen. Da der Verkauf wesentlicher Vermögensposten nicht geeignet ist, die Erreichung des Unternehmensgegenstands zu fördern, ist er dem Vorstand ohne Zustimmung der Hauptversammlung auch als sogenannte „faktische“ Satzungsänderung verboten.¹

1.5.2 Zukauf von Aktiva

Über den Zukauf von Vermögensgegenständen kann zum einen ein hoher Liquiditätsbestand abgebaut bzw. durch Aktiva ersetzt werden, die für einen Übernehmer weniger attraktiv sind. Zum anderen kann mit der Übernahme von anderen Gesellschaften durch die Zielgesellschaft versucht werden, Sachverhalte zu schaffen, die einer kartellrechtlichen Genehmigung der Übernahme durch den Angreifer entgegenstehen würden.

Eine solche Strategie dürfte in Deutschland nur in seltenen Fällen die Attraktivität einer Gesellschaft senken und gleichzeitig mit den Pflichten des Vorstands zur Förderung des Unternehmenszwecks und -wohls vereinbar sein. Abgesehen von den zeitlichen Problemen ihrer Durchführung besteht für den Übernehmer immer die Möglichkeit einer Rückabwicklung, wengleich eine solche Kosten verursachen mag. Im Falle kartellrechtlicher Probleme kann er mit den Kartellbehörden Vereinbarungen treffen, in deren Rahmen er sich zum Verkauf kartellrechtlich sensibler Bereiche verpflichtet.²

Geht es dagegen in erster Linie um den Abbau hoher Liquiditätsbestände, ist im Rahmen der strengen Kapitalbindungsvorschriften des Aktiengesetzes³ die Zahlung von (Sonder-) Dividenden ein rechtmäßiges und durchaus wirksames Mittel zur Senkung der Attraktivität einer Gesellschaft für einen Angreifer, das aber auch für diese und ihre Aktionäre aufgrund der entsprechenden steuerlichen Folgen Nachteile haben kann.

4. V. Zusammenfassung

Das deutsche Recht läßt Unternehmen vor allem im Vorfeld eines Börsengangs vielfältige Möglichkeiten, sich gegen eine spätere unerwünschte Übernahme zu schützen. Demgegenüber sind die Möglichkeiten des hiervon besonders betroffenen Ma-

¹ L. Michalski, Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, AG 1997, S. 152, 160 m.w.N. Zur Frage, wann eine Änderung des Unternehmensgegenstands vorliegt, vgl. H. Mertens, Unternehmensgegenstand und Mitgliedschaftsrecht, AG 1978, S. 309, 310 f.; W. Timm, Hauptversammlungskompetenzen und Aktionärsrechte in der Konzernspitze, AG 1980, S. 172 ff. Zum Totalausverkauf und der Gesellschaftsauflösung als - höchst zweifelhafte - Abwehrstrategie („scorched earth“) vgl. C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 192.

² Vgl. hierzu C. Hauschka/T. Roth, Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht, AG 1988, S. 181, 192; H. Assmann/F. Bozenhardt, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensgeboten, ZGR Sonderheft 9 („Übernahmeangebote“), S. 1, 147.

³ Vgl. § 57 AktG.

nagements nach dem Auftauchen eines Angreifers deutlich eingeschränkt. Dies gilt ganz besonders, wenn das Zielunternehmen den Übernahmekodex anerkannt hat. Auch sind eine Vielzahl von Maßnahmen, deren sich z.B. US-amerikanische Unternehmen bei ihrer Verteidigung bedienen können, in Deutschland unzulässig. Als besondere Hürde für feindliche Übernahmen wirkt sich aber das Aktienrecht, nämlich die Zweiteilung der Unternehmensführung in Aufsichtsrat und Vorstand sowie die hiermit verbundenen Schwierigkeiten beim Austausch von deren Mitgliedern aus, der für die Erlangung des Einflusses auf das Unternehmen von maßgeblicher Bedeutung ist.