

Rechtsanwalt und Steuerberater *Dr. Hans-Jochen Otto*, Stuttgart

Übernahmerversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr

INHALT

I. Einführung in die Thematik	2
1. Übernahmeporgänge im Ausland	2
2. Erscheinungsformen	2
3. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen für leveraged take-overs	2
4. Zielsetzungen der Übernahmemeinteressenten	3
5. Zur Situation in der Bundesrepublik	3
6. Zum Sonderfall des Management Buy-Out	3
II. Modalitäten des Mehrheitserwerbs	3
1. Erwerb über die Börse	3
a) Regelungen des Aktiengesetzes	4
b) Vergleich zu US-rechtlichen Regelungen	4
2. Öffentliches Übernahmeangebot (tender offer)	4
a) Zum besonderen Wirkungsmechanismus öffentlicher Übernahmeangebote	4
b) Fehlen gesetzlicher Regelungen in der Bundesrepublik	4
c) EG-Recht	4
d) US-rechtliche Regelungen	4
e) Resümee	5
III. Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmerversuche	6
1. Vinkulierung	6
2. Höchststimmrecht	7
3. Erwerb eigener Aktien	8
4. Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts	8
a) Kapitalerhöhung gegen Einlagen	8
b) Genehmigtes Kapital	8
c) Options- und Wandelanleihen	9
d) Mitarbeiterabwehrfonds	10
5. Wechselseitige Beteiligung	10
a) Qualifiziert wechselseitige Beteiligungen	10
b) Einfache wechselseitige Beteiligungen	11
6. Sonstiges	11
IV. Ausblick	11

1. Einführung in die Thematik

1. Übernahmevorgänge im Ausland

Begriffe wie leveraged buy-out (LBO), management buy-out (MBO), take-over (differenziert nach hostile oder friendly take-over), tender offer bzw. take-over bid haben im Wirtschaftsgeschehen der USA etwa seit Beginn der 80er Jahre herausragende Bedeutung erlangt¹⁾. Nachdem derartige Vorgänge der Unternehmensübernahme meist börsennotierter Gesellschaften gegen das oder im Einverständnis mit dem Management des Übernahmekandidaten auch in Großbritannien ebenfalls seit längerem gang und gäbe sind, ist seit kurzem nun auch Frankreich – entgegen erst jüngst geäußerten Erwartungen²⁾ im Hinblick auf vermeintlich anders geartete Bedingungen in Kontinentaleuropa – hiervon in erheblichem Maße betroffen³⁾. Das weitaus größte Aufsehen hat jedoch zweifellos der Versuch des Mehrheitserwerbs bei der Société Générale de Belgique mittels öffentlichen Übernahmeangebotes durch Carlo de Benedetti erregt⁴⁾. Auch in Belgien waren derartige Vorgänge, wie bis heute in der Bundesrepublik, praktisch unbekannt. Um so mehr mußte es die Gemüter erhitzen, daß der erste derartige Fall die älteste und bedeutendste Konzernholding Belgiens betraf, welche direkt und indirekt an mehr als tausend Unternehmen im In- und Ausland beteiligt ist.

2. Erscheinungsformen

Eine auch nur annähernd vollständige Beschreibung der sich hinter den einleitend erwähnten Begriffen verborgenen Erscheinungsformen der Unternehmensakquisition würde den Rahmen dieser Darstellung sprengen. Als häufige Merkmale der hier näher erörterten Formen des take-over lassen sich jedoch der Einsatz öffentlicher Übernahmeangebote einerseits und die besondere Art der Finanzierung durch hohen Fremdmittelinsatz⁵⁾ andererseits nennen.

Im Gegensatz zu den geläufigen Formen der Unternehmensakquisition durch im Einvernehmen mit dem Management erfolgenden Paketerwerb vom bisherigen Großaktionär erfolgt der Mehrheitserwerb bei börsennotierten Publikumsgesellschaften in den hier untersuchten Fällen meist durch öffentliche Kaufangebote (tender offer, take-over-bids, offres publiques d'achat – OPA) für die im Streubesitz befindlichen Aktien der Kleinaktionäre, wobei die beabsichtigte Übernahme der unternehmerischen Leitung erforderlichenfalls auch gegen den Willen des Managements und der etablierten Kontrollorgane der Gesellschaft angestrebt wird. In den USA und in Großbritannien ist es aber inzwischen auch nichts Ungewöhnliches mehr, wenn die Manager des Unternehmens selbst die unternehmerische Führung anstreben (management buy out) und sich im Falle der Publikumsgesellschaft hierfür die besonderen Wirkungsmechanismen des tender offer zunutze machen.

In vielen Fällen ist der Erwerber nicht in der Lage, den Kaufpreis aus Eigenkapital zu finanzieren, sei es wegen der oft außergewöhnlichen Höhe der aufzubringenden Mittel⁶⁾, sei es wegen des Fehlens nennenswerter Eigenmittel (wie in der Regel beim MBO der Fall) oder sei es gar, daß beides zusammenkommt⁷⁾.

Nun ist offensichtlich, daß der Übernahminteressent eine derart hohe Verschuldung im Normalfall nicht aus den auf die erworbenen Aktien entfallenden Dividenden zurückführen kann. Selbst bei Vollausschüttung des Gewinns der Zielgesellschaft würden diese Erträge oft nicht einmal ausreichen, den Zinsaufwand des Erwerbers zu decken, ganz zu schweigen von der Tilgung, die aufgrund der Besonderheiten dieser Art von risk financing typischerweise zu einem erheblichen Teil kurzfristig zu erfolgen hat.

Um die Verbindlichkeiten zurückzuführen, ist der Erwerber daher häufig darauf angewiesen, nicht nur auf den Gewinn, sondern auch auf den cash flow und gegebenenfalls die stillen Reserven der Zielgesellschaft zuzugreifen, was in den USA üblicherweise durch Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die fremdfinanzierte Übernahmegesellschaft erfolgt. Die nach erfolgreicher Übernahme und Erlangung der erforderlichen Mehrheit in der Zielgesellschaft⁸⁾ erfolgende Verschmelzung hat nicht nur den Effekt, daß die Verbindlichkeiten des Übernehmers zu solchen der Zielgesellschaft werden, sondern führt – jedenfalls bei den vor der Steuerreform in den USA üblicherweise praktizierten Gestaltungen – durch Buchwertaufstockung (Erhöhung des AfA-Volumens) und höheren Fremdkapitalanteil zu einer beträchtlichen Steigerung des cash flow, welcher zu Tilgungszwecken eingesetzt werden kann⁹⁾. Insbesondere diese mit der Fremdfinanzierung verbundene Hebelwirkung hat derartigen Erscheinungsformen der Unternehmensübernahme ihren Namen als »leveraged buy-out¹⁰⁾« gegeben.

Außerdem ermöglicht die Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Übernahmegesellschaft den Zugriff auf die sonstigen liquiden Mittel der Zielgesellschaft, worunter sämtliche Finanzanlagen fallen, so daß eine ausgeprägte Rücklagenbildung unter amerikanischen Managern wegen ihrer Übernahmeversuche provozierenden Wirkung schon geradezu als »Kunstfehler« gilt.

3. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen für leveraged take-overs

Als wesentliche Rahmenbedingungen, die das Auftreten der oben skizzierten Formen des LBO nahelegen, sind insbesondere folgende Faktoren zu nennen:

- Verfügbarkeit sehr hoher liquider Mittel bei den in Betracht kommenden Finanzierungsinstituten (Investmentbanken, Venture-Capital-Gesellschaften etc.)¹¹⁾ oder auch – eine besonders in den USA anzutreffende Erscheinung – im Rahmen sehr großer Privatvermögen.
- Niedriges Zinsniveau
- Unterbewertung der Zielgesellschaft durch einen den inneren, insbesondere Substanzwert der Zielgesellschaft nicht widerspiegelnden Börsenkurs
- Ggfs. (aber nicht notwendig): Negative Beurteilung der Effizienz des Managements der Zielgesellschaft (Ertragssteigerungsaussichten bei Einsetzung eines neuen, motivierteren Managements).

Die bislang nie bekannten Größenordnungen, in denen sich insbesondere in den USA viele LBO's derzeit bewegen, ist nicht zuletzt auf den oben-unter lit. (a) erwähnten Faktor zurückzuführen. Es gibt praktisch keinen noch so großen Industriekonzern, dessen Aufbau wegen fehlender liquider Mittel nicht in Betracht käme. Hinzu kommt, daß gerade große Konzerne, insbesondere, wenn es sich um stark diversifizierte Konglomerate handelt, am stärksten übernahmegefährdet erscheinen, weil die Realisierung stiller Reserven (insbesondere durch den Verkauf von Beteiligungsgesellschaften) bei diesen oft in ganz erheblichem Umfang möglich ist, ohne daß hiermit – anders als bei manchen kleineren Gesellschaften – notwendig eine Beeinträchtigung oder gar Zerschlagung der wirtschaftlichen Struktur des Kernunternehmens verbunden wäre¹²⁾. Insbesondere ertragsstarke Beteiligungsgesellschaften können, nach Loslösung von der Konzernmutter an die Börse gebracht, Kurse erzielen, die weitaus höher sind als der bisherige, ihnen rechnerisch zuzuordnende Anteil am Börsenkurs der Konzernmutter.

¹⁾ Eine erste Welle von Übernahmeaktivitäten mittels öffentlicher Übernahmeangebote gab es bereits Mitte der 60er Jahre. Diese führte zu der im wesentlichen noch heute geltenden tender offer-Gesetzgebung der USA.

²⁾ Vgl. Sünner, AG 1987, 276 ff., 284.

³⁾ Vgl. z. B. die Berichte über die Übernahme von Martell durch Seagram (FAZ v. 5. 1. 15. 1. und 4. 2. 1988), den derzeit laufenden Übernahmeversuch bei Telemecanique (FAZ v. 15. 2. und 5. 4. 1988) sowie über die große Zahl weiterer bekannt gewordener Übernahmen (FAZ v. 28. 3. 1988).

⁴⁾ Vgl. aus der Vielzahl der publizistischen Berichterstattung: FAZ v. 19. 1., 26. 1., 2. 2., 25. 2., 1. 3., 3. 3., 11. 3. 1988; DIE ZEIT v. 5. 2. u. 18. 3. 1988; DER SPIEGEL v. 1. 2. 1988.

⁵⁾ Dazu auch Peltzer, DB 1987, 973 ff.; aus der deutschsprachigen Literatur zur Situation in den USA siehe z. B. von Falkenhausen, FS Stiefel 1987, S. 163 ff.; Sünner, a.a.O. (Fn. 2); Dietrich, AWD 1973, 304 ff.

⁶⁾ Die höchsten Übernahmepreise in den USA beliefen sich in zwölf ausgewählten Fällen auf zwischen US-\$ 2 Mrd. und 6,2 Mrd. (Übernahme des Beatrice-Konzerns), vgl. Fortune v. 7. 12. 1987.

⁷⁾ So erfolgte der Erwerb des amerikanischen Lebensmittel- und Konsumkonzerns Beatrice u. a. durch die ehemaligen – getauerten – Manager des zuvor von Beatrice ebenfalls im Wege des LBO geschluckten Esmark-Konzerns, wobei der Kaufpreis von 6,2 Mrd. US-\$ in Höhe von 6,1 Mrd. fremdfinanziert war.

⁸⁾ Je nach US-Bundesstaat zwischen 51% und 80%, wobei ab 90% nicht einmal ein Hauptversammlungs-Beschluß der Zielgesellschaft erforderlich ist.

⁹⁾ In der Bundesrepublik wird die Verschmelzung dagegen u. a. wegen der handelsrechtlichen Pflicht zur Buchwertfortführung (§ 348 AktG, § 27 KapErhG), der daraus resultierenden, finanzierungsbedingten Verlustproblematik und der steuerlich nur bei voller Gewinnrealisierung wahlweise (vgl. § 14 Abs. 2 UmwStG) erreichbaren Buchwertaufstockung nicht in erster Linie in Betracht kommen. Eher ist an eine dem Aktienwerb nachfolgende Vermögensübertragung (§ 361 AktG) auf die Übernahmegesellschaft mit anschließender ausschüttungsbedingter Teilverabschreibung zu denken. Auf die Einzelheiten kann hier jedoch nicht eingegangen werden.

¹⁰⁾ Leverage = Hebel.

¹¹⁾ Insoweit ist von besonderer Bedeutung, daß die Situation der internationalen Finanzmärkte sich derzeit gerade durch ein zuvor nie gekanntes Ausmaß an anlagensuchender Liquidität auszeichnet, welches wegen des immer größer werdenden Mißverhältnisses zu dem in Produktionsmittel investierten Kapital zunehmend als bedrohlich empfunden wird.

¹²⁾ Nicht zuletzt diese besondere Bedrohungssituation solcher stark diversifizierter Konglomerate – aber ebenso, und damit zusammenhängend deren oft unbefriedigende Ertragsstärke – hat in den USA zu einer deutlichen Abkehr von derartigen Unternehmensstrategien und einem Trend »back to basics« geführt, also der Beschränkung unternehmerischer Aktivitäten (und Beteiligungserwerbe) auf den Kernbereich des eigenen Unternehmensgegenstandes (vgl. dazu auch Financial Times v. 25. 5. 1988, S. 18 »European Takeovers-Suddenly an Upheaval«).

4. Zielsetzungen der Übernahmeinteressenten

Die Zielsetzungen der Übernahmeinteressenten lassen sich, stark vereinfacht, in drei unterschiedliche Kategorien einordnen:

- Konzentrationsbestrebungen, die am Markt tätige Unternehmen – in Europa insbesondere im Hinblick auf die für 1992 geplante Schaffung eines europäischen Binnenmarktes – veranlassen, Wettbewerber aufzukaufen.
- Unternehmerisches Interesse von bisher nur im Anstellungsverhältnis tätigen Managern oder von sonstigen Personen/Unternehmen, die die Überzeugung sind, die Zielgesellschaft in alter oder veränderter Struktur besser führen zu können.
- Absicht der Gewinnerzielung durch Realisierung stiller Reserven der Zielgesellschaft, im Extremfall bis hin zu dessen Liquidation.

Bei solchen Einordnungen muß man natürlich stets im Auge behalten, daß die Grenzen selten scharf gezogen werden können und von den Akteuren häufig mehrere Absichten gleichzeitig verfolgt werden. Nichtsdestoweniger bleibt zu beachten, daß häßliche Erscheinungsformen der Übernahme mit anschließender Zerschlagung («asset stripping») zum ausschließlichen Zweck der persönlichen Bereicherung des »Unternehmensjägers« natürlich möglich sind und auch vorkommen. Andererseits bilden gerade die besonderen Gewinnaussichten, die mit hohem Risiko erkauft werden, einen wesentlichen Anreiz zur Übernahme unternehmerischer Verantwortung – und zwar auch durch Personen, die zwar die Befähigung, nicht jedoch die erforderlichen Eigenmittel besitzen – die zu sinnvollen Umstrukturierungsmaßnahmen führen kann.

Eine generelle, jedem Fall gerecht werdende Wertung ist ohnehin nicht möglich. So ist es sicherlich nicht uneingeschränkt richtig, zu sagen, daß das etablierte Management infolge der Bedrohung durch Übernahmeinteressenten zu effizienterem Arbeiten gezwungen wird¹³⁾. Andererseits erscheint eine einseitige Betonung der negativen Aspekte ebenso wenig gerechtfertigt, auch wenn im Einzelfall außergewöhnliche private Gewinne erzielt werden, wie im erwähnten Fall des Beatrice-Konzerns, in welchem sich der Gewinn der Gruppe der Unternehmer auf zwei bis drei Mrd. US-\$ belief¹⁴⁾.

Die Übernahmeforderung kann in der Tat ein wirksames Gegenmittel gegen die Perpetuierung nicht mehr voll wettbewerbsfähiger Mischkonzerne oder gegen eine so fragwürdige Unternehmenspolitik wie die Vernachlässigung des eigentlichen Unternehmenszwecks und notwendiger Zukunftsinvestitionen zugunsten der bequemeren Gewinnerzielung aus reinen Finanzanlagen sein.

5. Zur Situation in der Bundesrepublik

In der Bundesrepublik sind die vorgenannten Erscheinungsformen der Unternehmensübernahme und insbesondere der Einsatz öffentlicher Übernahmeangebote zum Zwecke eines gegen den Willen des Managements angestrebten Mehrheitserwerbs bislang kaum bekannt. Das gleiche gilt für management buy-outs bei Aktiengesellschaften generell (ob mit oder ohne öffentliches Übernahmeangebot).

Zwar kommen verschiedentlich – im Einvernehmen mit dem Management unterbreitete – öffentliche Übernahmeangebote vor. Deren Zahl ist jedoch gering, wobei es sich, soweit ersichtlich, bislang so gut wie nie um »feindliche« Übernahmeversuche handelt, weshalb man derzeit im Justizministerium keinen Handlungsbedarf für gesetzgeberische Maßnahmen auf nationaler Ebene sieht¹⁵⁾.

Soweit gelegentlich unter Hinweis auf die Veröffentlichungen in den Wertpapiermitteilungen (III) von »zahlreichen« Übernahmeangeboten gesprochen wird¹⁶⁾, ist dies insoweit irreführend, als es sich bei der großen Mehrzahl dieser Fälle nicht um Übernahmeangebote im engeren Sinne (d. h. solchen zum Zwecke des Mehrheitserwerbs), sondern lediglich um öffentliche Abfindungsangebote an freie Aktionäre nach vorangegangener Eingliederung bzw. Abschluß eines Beherrschungsvertrages handelt und der Erwerb der (meist qualifizierten) Mehrheit zuvor schon auf andere Weise (über die Börse oder durch Paketkauf) erfolgt war.

Besondere Aufmerksamkeit hatten die Offerten der August-Thyssen-Hütte an die Aktionäre der Rheinthal AG sowie der Volkswagenwerk AG an die Aktionäre von AUDI-NSU erregt¹⁷⁾, wobei der VW/AUDI-NSU-Fall die Gerichte bis hin zum BGH beschäftigte¹⁸⁾.

Ob man aus der praktischen Bedeutungslosigkeit öffentlicher Übernahmeangebote in der Vergangenheit allerdings Rückschlüsse für die Zukunft ziehen können, muß mehr als fraglich erscheinen. Nicht zuletzt im Hinblick auf die – bis vor kurzem ebenfalls noch für wenig wahrscheinlich gehaltenen – Vorgänge im benachbarten Ausland, die im

internationalen Vergleich derzeit erhebliche Unterbewertung deutscher Aktien und die bei vielen deutschen Aktiengesellschaften angesammelte hohe Liquidität in Form von reinen Finanzanlagen¹⁹⁾ sowie das niedrige Zinsniveau ist kaum anzunehmen, daß die Bundesrepublik von Übernahmevorgängen der einleitend dargestellten Art unberührt bleibt. Entsprechende Erwartungen, verschiedentlich in Gestalt von Befürchtungen, werden zunehmend geäußert²⁰⁾.

6. Zum Sonderfall des Management Buy-Out

Management buy-outs (MBO) sind in den USA mittlerweile praktisch in dem allgemeinen »LBO-Markt« aufgegangen²¹⁾, d. h. sie werden überwiegend unter Einsatz einer hohen leverage-Wirkung des Fremdmittel-einsatzes durchgeführt. In diesen Fällen spricht man von management leveraged buy-out (MLBO). Management buy-outs müssen jedoch nicht zwangsläufig in dieser Form ablaufen. So ist es in Großbritannien bislang üblich, MBO's zu einem erheblichen Teil durch Eigenkapitaleinsatz²²⁾ von hierauf spezialisierten Venture Capital-Gesellschaften und anderen Spezialfonds²³⁾ zu finanzieren, wobei die Beteiligung dieser Gesellschaften meist zeitlich begrenzt (ca. drei bis fünf Jahre) ist und den Managern zum Teil Kaufoptionen (stock options) zu günstigen Konditionen eingeräumt werden. Insbesondere sind MBO's, was für die Bundesrepublik als kapitalmarktschwaches Land von besonderer Bedeutung ist, anders als der Fall des hostile take-over, nicht etwa auf börsennotierte Unternehmen beschränkt. Ein MBO kann sich auch und gerade bei mittelständischen Unternehmen anbieten, wenn geeignete Nachfolger eines ausscheidenden Unternehmers nicht vorhanden sind²⁴⁾.

Mit der vorliegenden Darstellung werden demgegenüber ausschließlich rechtliche Fragen im Zusammenhang mit Übernahmevorgängen bei börsennotierten Aktiengesellschaften behandelt. Soweit die Ausführungen die Problematik öffentlicher Übernahmeangebote betreffen, sind diese jedoch auch für den Fall eines – in der Bundesrepublik bislang aber offenbar noch nicht vorgekommenen – buy-outs einer Aktiengesellschaft durch ihren Vorstand von Bedeutung.

II. Modalitäten des Mehrheitserwerbs

1. Erwerb über die Börse

Ist es nicht möglich oder zwecks Erlangung einer einflußreichen Beteiligung nicht ausreichend, größere Aktienpakete von verkaufswilligen (Groß-)Aktionären zu erwerben, war hierzulande bislang der – oft heim-

¹³⁾ Vgl. die diesbezügliche Meinungsäußerung in der FAZ v. 28. 3. 1988 (»Die Übernahmeforderung treibt die Vorstände zum besseren Wirtschaften«).

¹⁴⁾ Vgl. dazu DIE ZEIT v. 11. 9. 1987 mit der Überschrift »Aufkaufen, Zerschlagen, Kassieren«.

¹⁵⁾ Aufgrund vom Justizministerium ausgewerteten statistischen Materials der Wertpapiermitteilungen für den Zeitraum 1982–1986 ergaben sich insgesamt lediglich 18 Fälle öffentlicher Übernahmeangebote, wobei nur drei Fälle grenzüberschreitenden Charakter hatten (1983 ein Fall und 1985 zwei Fälle) und nur in einem Fall (1983) ein konkurrierendes Angebot vorlag. Zur bisherigen Bedeutungslosigkeit öffentlicher Übernahmeangebote vgl. auch Heinsius in Schmitthoff/Goré/Heinsius, Übernahmeangebote im Aktienrecht, 1976, S. 50 ff.

¹⁶⁾ So z. B. Böß, AG 1976, S. 169 ff. (S. 170, Fn. 12).

¹⁷⁾ Vgl. dazu Dietrich, a.a.O. (Fn. 5), S. 304; FAZ v. 23. 2. 1973.

¹⁸⁾ Vgl. OLG Celle v. 30. 1. 1974 (9 U 73/73), DB 1974, 525 ff.; BGH v. 16. 2. 1976 (II ZR 61/74), DB 1976, 1146; dazu näher unten II 2 ba a).

¹⁹⁾ So übersteigen die von Siemens verwalteten Finanzanlagen von ca. DM 23 Mrd. derzeit sogar den Börsenwert der Gesellschaft (OM 18 – 19 Mrd.); ähnlich ist es bei VW (vgl. dazu DER SPIEGEL Nr. 48 v. 23. 11. 1987).

²⁰⁾ So z. B. H. J. Abs: »Aber auch in Deutschland stehen die Räuber schon vor der Tür« (WELT AM SONNTAG v. 8. 3. 1987); vgl. auch den Kommentar zum Übernahmeversuch bei der Societe Generale in der ZEIT v. 5. 2. 1988: »In der Bundesrepublik ist man noch nicht aufgewacht. Genau wie in Belgien vor der Oe Benedetti-Offensive ist die Auffassung verbreitet, man sei geschützt: »Der Aktienhandel befindet sich in der Hand der Banken. Etwas Vergleichbares wie der Übernahmeversuch bei der Societe Generale würde die deutsche Kreditwirtschaft nicht unbeeindruckt lassen«, meint man beispielsweise im Wirtschaftsministerium, »wenn jemand aus dem Ausland BMW kaufen wollte, würde man sich schon Gedanken machen«. Die Frage ist nur, ob den Gedanken noch Taten folgen könnten.« Vgl. ferner DIE ZEIT v. 25. 3. 1988 (»Der Markt lockt Unternehmensjäger«).

²¹⁾ Dazu Lowenstein, Harvard Business Review No. 1/1986, S. 147 ff.

²²⁾ Verhältnis zum Fremdmittel-einsatz ca. 1:3 bis 1:4, wohingegen in den USA Relationen von ca. 1:8 bis 1:9 üblich sind.

²³⁾ Erwähnenswert sind hier z. B. 31 Investors in Industry, J. Henry Schroder Wagg and Cander Investments, die inzwischen allesamt eigene MBO-Fonds in der Bundesrepublik etabliert haben.

²⁴⁾ Hier bietet gerade die bei solchen Unternehmen häufige Rechtsform der GmbH & Co. – bzw. der Personengesellschaft generell – besonders günstige Voraussetzungen zur Beschaffung und Tilgung der aufgenommenen Fremdmittel durch die Gesellschaft selbst, indem man sich das Anwachungsmodell zunutze macht, vgl. dazu Otto, »Management Buy-Out« in Beck'sches Handbuch des Kapitalanlagerechts, voraussichtlicher Erscheinungstermin Anfang 1989.

liche – Erwerb über die Börse das Mittel der Wahl. Dieser wird in aller Regel durch ein von dem Übernahminteressenten beauftragtes Kreditinstitut ausgeführt werden, wobei es lediglich eine Frage der Geschicklichkeit ist, die Aktienkäufe so zu gestalten, daß das Vorhandensein eines Aufkäufer nicht gleich an einem merklichen Ansteigen des Aktienkurses abgelesen werden kann.

a) Regelungen des Aktiengesetzes

Erst wenn eine 25%ige Beteiligung überschritten ist, besteht die Verpflichtung, der betroffenen Gesellschaft eine entsprechende Mitteilung gem. § 20 Abs. 1²⁵⁾ zu machen. Vor Erreichen dieser Beteiligungsgrenze kann der Erwerber in der Hauptversammlung der AG ohne weiteres sein Stimmrecht geltend machen, ohne als Großaktionär erkannt zu werden. Möglich wird dies durch das in § 135 vorgesehene Depotstimmrecht der Banken. Die von dem Erwerber mit dem Aktienkauf beauftragte Bank kann gem. § 135 Abs. 4 S. 2 das Stimmrecht »im Namen dessen, den es angeht« ausüben, ohne die Identität seines Vollmachtgebers offenlegen zu müssen. Ausreichend ist in aller Regel, daß die Bank die Stimmberechtigung durch Vorlegung der Aktien oder einer Bescheinigung über die Hinterlegung der Aktien nachweist²⁶⁾.

Die Stimmrechtsausübung durch Kreditinstitute im Namen dessen, den es angeht, ist heute praktisch der Regelfall.

Nach deutschem Aktienrecht ist es damit im Prinzip möglich, eine bis zu 25%ige Beteiligung nahezu unbemerkt zu erwerben, ohne der Gesellschaft gegenüber anzeige- oder gar rechenschaftspflichtig in bezug auf die verfolgten Absichten zu sein. Die Möglichkeit der Stimmrechtsausübung im vorbeschriebenen Sinne gilt nicht nur für inländische, sondern gleichermaßen auch für ausländische Kreditinstitute, gleichgültig, wo sich das Aktiendepot befindet. Im Unterschied zu inländischen Kreditinstituten unterliegt bei letzteren die Einhaltung des § 135 bei im Ausland befindlichen Aktiendepots jedoch nicht der in § 30 Abs. 1 S. 2 KWG vorgesehenen bankaufsichtlichen Kontrolle.

Verstöße gegen die Meldepflicht nach § 20 sind als solche nicht sanktioniert, sondern führen lediglich zum – gem. § 405 Abs. 3 Ziff. 5 bußgeldbewehrten – Verbot der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung bis zum Zeitpunkt der Abgabe der Meldung, so daß der Aufkäufer in dem Augenblick der Anzeige nach § 20 theoretisch auch schon über eine 25% übersteigende Beteiligung verfügen kann. Jedoch dürfte es in einem solchen Falle zunehmend schwieriger werden, ein durch die Zukäufe bedingtes, merkliches Ansteigen der Börsenkurse zu verhindern, der nicht nur das Vorhandensein eines Aktienaufkäufer verrät, sondern insbesondere auch weitere Zukäufe über die Börse verteuert.

b) Vergleich zu US-rechtlichen Regelungen

Ganz im Gegensatz zu den recht weitgehenden Möglichkeiten, welche sich aufgrund der oben dargestellten Rechtslage nach deutschem Aktienrecht bieten, muß ein Übernahminteressent in den USA bereits ab Erreichen einer Beteiligungsquote von nur 5% der betroffenen Gesellschaft innerhalb von zehn Tagen²⁷⁾ Anzeige machen. Gleichzeitig muß eine entsprechende Mitteilung an die für das Wertpapiergeschäft zuständige Aufsichtsbehörde (SEC, Securities Exchange Commission) gemacht werden. Damit nicht genug, sind mit dem Erwerb einer solchen Mehrheit außerordentlich weitreichende Offenlegungspflichten verbunden, deren Verletzung strafrechtliche und schadensersatzrechtliche Konsequenzen nach sich ziehen würde. Neben detaillierten Angaben über sich selbst bzw. die hinter ihm stehende Gruppe muß der Erwerber u. a. Rechenschaft ablegen über die Herkunft der von ihm für den Erwerb aufgewendeten Mittel sowie über die mit dem Aktienerwerb verbundenen Intentionen, insbesondere, ob eine Kontrolle über die Gesellschaft angestrebt ist²⁸⁾. Im letzteren Falle müssen alle diesbezüglichen Pläne offengelegt werden²⁹⁾. Die die obengenannten Verpflichtungen beinhaltende Vorschrift des § 13 lit. d. sec. exch. act. wurde – zusammen mit weiteren, speziell öffentliche Übernahmeangebote betreffenden Regelungen³⁰⁾ – durch den Williams Act im Jahre 1968 in den aus dem Jahre 1934 stammenden sec. exch. act. eingefügt. Grund für diese Neuregelung war eine dramatische Zunahme von – bis zu diesem Zeitpunkt nur vereinzelt vorgekommenen – öffentlichen (Bar-) Übernahmeangeboten Mitte der 60er Jahre³¹⁾. Sec. 13 lit. d. soll die Offenlegung durch den Übernahminteressenten bereits zu einem frühen Zeitpunkt gewährleisten und insbesondere verhindern, daß dieser sich – wie nach deutschem Aktiengesetz ohne weiteres möglich – im Zeitpunkt der Abgabe des Übernahmeangebotes bereits im Besitz einer anonym erworbenen, namhaften Beteiligung oder sogar einer Sperrminorität befindet.

2. Öffentliches Übernahmeangebot (tender offer)

a) Zum besonderen Wirkungsmechanismus öffentlicher Übernahmeangebote

aa) Öffentliche Übernahmeangebote haben den Erwerb von Aktien außerhalb der Börse durch Abschluß zivilrechtlicher Verträge zwischen dem Käufer und einer Vielzahl von Aktionären zum Gegenstand. Der Erwerb außerhalb der Börse hat daher zunächst den wesentlichen Vorteil, daß der auf diese Weise erfolgende Kauf großer Mengen Aktien nicht zwangsläufig zu einem rapiden Kursanstieg und damit zu einer Verteuerung des Erwerbs durch den Käufer führt, wie dies bei sukzessivem Zukauf über die Börse unvermeidlich wäre. Vielmehr wird der Börsenkurs sich mehr oder weniger an dem vom Käufer bestimmten Preis³²⁾ orientieren³³⁾. Um seine Ausgangsposition im Zeitpunkt der Abgabe des Übernahmeangebotes zu verstärken, wird der Käufer allerdings in der Regel danach trachten, bereits zuvor eine namhafte Beteiligung über die Börse zu erwerben, was in der Bundesrepublik, wie ausgeführt, aufgrund der im Vergleich zu den USA weitaus weniger strengen gesetzlichen Regelung durchaus möglich ist. Schließlich kann das Übernahmeangebot im Rahmen der Vertragsfreiheit unter der Bedingung des Erreichens einer bestimmten, prozentual genau zu beziffernden Mehrheitsbeteiligung abgegeben werden, was in der Praxis der Normalfall ist.

bb) Der Haupteffekt des öffentlichen Übernahmeangebotes liegt jedoch in seiner Überraschungswirkung auf das Management der Zielgesellschaft und in dem durch die Fristbegrenzung der Offerte erzeugten Entscheidungsdruck, unter welchen die Aktionäre gesetzt werden. Einerseits muß das Management der betroffenen Gesellschaft sich unter enormem Zeitdruck darüber schlüssig werden, ob und falls ja, welche möglichen Abwehrmaßnahmen es treffen soll. Gleichzeitig muß es versuchen, Näheres über Person, Hintergrund und Absichten des Übernahminteressenten in Erfahrung zu bringen. Andererseits ist der Anreiz für Aktionäre, ihre Aktien zu einem in der Regel deutlich über dem Börsenkurs liegenden Preis abgeben zu können, naturgemäß sehr groß, noch dazu, wenn das Übernahmeangebot auf einen kurzen Zeitraum befristet ist. Kleinaktionäre, die ohnehin keine unternehmerischen Absichten mit ihrem Aktienbesitz verknüpfen, werden dieser Versuchung selten widerstehen können. Aktionäre mit größeren (Minderheits-)Beteiligungen, welche bislang wegen eines großen Anteils sich in Streubesitz befindlichen Aktienkapitals in den Hauptversammlungen eine dominierende Rolle gespielt haben, müssen befürchten, daß sie sich im Falle einer erfolgreichen Übernahme in einer unerfreulichen Minderheitenaktionärs-Position wiederfinden; auch sie werden unter solchen Umständen in Erwägung ziehen, ihren Anteilsbesitz rechtzeitig zu einem günstigen Preis an den Übernahminteressenten abzugeben.

Sofern es nicht zur Abgabe eines konkurrierenden Übernahmeangebotes – und damit gleichsam zu einer Art »Auktion« – kommt, ist der Aktionär dabei letztlich gezwungen, mangels ausreichender Information über die Angemessenheit des Angebots seine Entscheidung auf unsicherer Grundlage zu treffen³⁴⁾. Dabei verstärkt eine Besonderheit des US-amerikanischen Rechtes noch den Eindruck auf die Kleinaktionäre: Sie müssen nämlich – anders als nach deutschem Aktienrecht – befürchten, daß der Übernehmer sie bei Erreichen einer entsprechenden, qualifizierten Mehrheit³⁵⁾ aus der Gesellschaft gegen Abfindung ausschließt, wobei diese – gesetzliche – Abfindung häufig unter dem Wert der Übernahmeofferte liegt und dies z. T. in der Übernahmeofferte ausdrücklich angekündigt wird³⁶⁾.

²⁵⁾ §§ ohne Gesetzesangabe sind solche des AktG.

²⁶⁾ Vgl. § 135 Abs. 4 S. 4.

²⁷⁾ Sog. »ten days window«.

²⁸⁾ Sog. sec. 13 D-Schedule.

²⁹⁾ Vgl. § 13 lit. d. Abs. 1 sec. exch. act.; dazu von Falkenhausen, a.a.O. (Fn. 5), S. 163 ff.; S. 172; Günner, a.a.O. (Fn. 2), S. 276 ff.

³⁰⁾ Dazu unten II 2 d)

³¹⁾ Vgl. Jennings/Buxbaum, Corporations, 5th ed., 1979, S. 1145 ff.

³²⁾ Dieser wird regelmäßig den in diesem Zeitpunkt gültigen Kurs um eine für die Aktionäre attraktive Spanne übersteigen.

³³⁾ Voraussetzung ist allerdings, daß kein Konkurrenzangebot abgegeben und damit eine regelrechte »Auktion« ausgelöst wird. Infolge der in einem solchen Fall einsetzenden kurstreibenden Spekulation verlieren sich erfahrungsgemäß die rein finanziellen Vorteile des außerbörslichen Erwerbs.

³⁴⁾ Vgl. dazu auch Schwark, ZGR 1976, S. 271 ff. (300).

³⁵⁾ Meist über 90%; siehe zum Vergleich zwischen der US-rechtlichen und der deutschen Abfindungsregelung Wiedemann, ZGR 1978, 477 ff.

³⁶⁾ Sog. two tier offers.

b) Fehlen gesetzlicher Regelungen in der Bundesrepublik

aa) Barübernahmeangebote sind in der Bundesrepublik gesetzlich nicht geregelt³⁷⁾. *Schwarck*³⁸⁾ spricht daher insoweit von einer Lücke im deutschen Gesellschaftsrecht, da die Aktionäre gegen einen – bei entsprechenden Offenlegungspflichten des Käufers vermeidbaren – Irrtum über den Wert ihrer Aktien nicht geschützt seien.

Noch problematischer als ein solcher denkbarer Kalkulationsirrtum dürfte jedoch eine Ungleichbehandlung der Aktionäre im Falle einer späteren, wesentlichen Erhöhung des Angebotes sein, mit welchem der Käufer versuchen kann, eine ihm in diesem Zeitpunkt zum Mehrheitserwerb noch fehlende, vergleichsweise geringe Anzahl von Aktien zu erwerben. Die Aktionäre, die das niedrigere erste Angebot angenommen haben, wären in diesem Falle benachteiligt. Das Bestehen einer Gleichbehandlungspflicht unter dem Gesichtspunkt der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht hatte der BGH in dem bereits erwähnten Fall VW/AUDI-NSU³⁹⁾ unter anderem mit der Begründung verneint, daß unter Aktionären eine gesellschaftsrechtliche Treuepflicht generell nicht bestehe⁴⁰⁾.

Zumindest mit dieser Begründung kann eine Gleichbehandlungspflicht im Falle einer nachträglichen Erhöhung des zunächst gebotenen Kaufpreises heute jedoch nicht mehr verneint werden, da der BGH in einer jüngst ergangenen Entscheidung⁴¹⁾ in Abkehr von den Ausführungen im VW/AUDI-NSU-Urteil das Bestehen einer gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht zwischen Aktionären, insbesondere einer solchen des Mehrheitsgesellschafters gegenüber Kleinaktionären, ausdrücklich anerkannt hat. Es spricht manches dafür, daß hieraus vom BGH je nach Einzelfall eine Verpflichtung abgeleitet werden könnte, an einer zeitnah erfolgenden, nachträglichen Erhöhung des Übernahmeangebotes auch diejenigen Aktionäre partizipieren zu lassen, die bereits das erste, niedrigere Angebot angenommen hatten⁴²⁾.

Die Gleichbehandlungsproblematik stellt sich jedoch nicht nur bei Erhöhung des Gebots, sondern auch dann, wenn dem Übernehmer eine größere Menge Aktien von den Aktionären angeboten wird, als von seinem Übernahmeangebot umfaßt sind. Ob hier eine Verpflichtung zur pro-rata-Berücksichtigung aller anbietenden Aktionäre⁴³⁾, ohne ausdrückliche gesetzliche Anordnung allein aus der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht abgeleitet werden kann, erscheint zumindest zweifelhaft. Die Frage ist für die »Zugkraft« eines Übernahmeangebotes von wesentlicher Bedeutung: Bei Fehlen einer Gleichbehandlungspflicht gilt das »Windhundprinzip«, welches die Aktionäre möglicherweise zu übereiltem Handeln selbst dann veranlassen kann, wenn der Käufer eine angemessen lange Angebotsfrist gesetzt hat.

Von den oben angeschnittenen Fragen der Gleichbehandlung abgesehen, dürfte das Institut der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht für eine etwaige Ausfüllung der bestehenden Gesetzeslücke nichts hergeben. Insbesondere wünschenswerte Offenlegungspflichten können hieraus kaum abgeleitet werden⁴⁴⁾. Ausreichender Rechtsschutz des Aktionärs nach allgemeinem Zivilrecht ist ebenfalls nicht gewährleistet, da er die Rolle des Verkäufers innehat und eine Aufklärungspflicht des Übernahmeinteressenten nach Grundsätzen der culpa in contrahendo nicht besteht⁴⁵⁾.

bb) Die von der Börsensachverständigenkommission im Jahre 1979 aufgestellten Leitsätze⁴⁶⁾ haben freiwilligen Charakter ohne rechtlich bindend zu sein. Im Sinne einer Empfehlung werden insbesondere folgende Verhaltensregeln aufgestellt:

- Gleichbehandlung der Aktionäre bei späterer Erhöhung des Kaufangebots innerhalb 18 Monaten (A, 1 und C, 20)
- Offenlegung des Namens des Käufers, der verfolgten Ziele, der für die Kaufpreisbildung maßgebenden Faktoren, Höhe der bereits bestehenden, unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung des Käufers, Angebotsfrist, etwaige Rücktrittsvorbehalte (C, 1 – 20)
- Einräumung einer angemessenen Prüfungsfrist von mindestens 21 und höchstens 60 Tagen (D, 1)
- Gleichbehandlung der Aktionäre pro rata, wenn von diesen mehr Aktien angeboten werden als vom Übernahmeangebot umfaßt sind (D, 7)
- Hinweis auf das Bestehen eines Rücktrittsrechts des Aktionärs, wenn während der Angebotsfrist ein günstigeres Angebot eines Dritten ergeht (C, 14)

Auffallend ist das völlige Fehlen von Verhaltensregeln für das – sich regelmäßig in einem Interessenkonflikt befindende – Management der Zielgesellschaft im Falle eines »hostile take-over«. Im übrigen lehnen sich die Leitsätze, jedenfalls was die Verpflichtung zur Gleichbehandlung und Offenlegung betrifft, an die US-rechtlichen Regelungen an. Ob ihre Befolgung im »Ernstfalle« allerdings in jedem Punkte, insbesondere

durch ausländische Übernahmeinteressenten, gewährleistet ist, darf bezweifelt werden.

c) EG-Recht

Nachdem ein älterer, von der EG-Kommission erarbeiteter Entwurf, der nach dem damaligen Sonderberater der Kommission benannte »Pennington«-Bericht⁴⁷⁾ gescheitert war, liegt inzwischen ein Vorentwurf in Form eines »Vorschlags für eine Richtlinie des Rates über Übernahmeangebote« vor. Die letzte Beratung fand im November 1987 statt. Von zwölf Mitgliedsstaaten lehnten dem Vernehmen nach jedoch elf den Entwurf in seiner jetzigen Fassung ab. Die 23 Artikel umfassende Regelung, die unter anderem die Verpflichtung zur Schaffung besonderer, mit der Überwachung der Einhaltung der Vorschriften betrauter nationaler Aufsichtsbehörden vorsieht⁴⁸⁾ und mögliche Abwehrtransaktionen des Managements der betroffenen Gesellschaft an die Genehmigung der Hauptversammlung bindet⁴⁹⁾, soll hier nicht näher kommentiert werden. Ihre Umsetzung in verbindliches Recht der Mitgliedstaaten steht jedenfalls in absehbarer Zeit in Anbetracht der unterschiedlichen nationalen Regelungen und der daraus resultierenden Meinungsverschiedenheiten kaum zu erwarten.

d) US-rechtliche Regelungen

Durch den Williams Act wurden 1968 neben der oben bereits erwähnten Bestimmung des § 13 lit. (d) folgende weitere, speziell auf öffentliche (Bar-)Übernahmeangebote zugeschnittene Regelungen in den securities exchange act aufgenommen:

aa) Sec. 14 d (1) macht die nach § 13 lit. (d) im Falle eines Börsenerwerbs von mindestens 5% vorgeschriebenen Offenlegungspflichten auch für den Fall eines Übernahmeangebotes anwendbar, mit welchem – wie regelmäßig der Fall – eine Beteiligung von 5% oder mehr angestrebt wird.

bb) Gem. sec. 14 lit. d (5) steht dem Aktionär, der von dem Angebot Gebrauch macht, ein generelles Widerrufsrecht innerhalb von sieben Tagen zu sowie ein Rücktrittsrecht innerhalb von 60 Tagen, wenn der Übernahmeinteressent innerhalb dieses Zeitraums noch nicht mit ihm abgeschlossen hat.

cc) Sec. 14 lit. c (6) verpflichtet den Übernahmeinteressenten zum pro-rata-Erwerb, wenn die von den Aktionären angebotene Zahl von Aktien den Umfang des Übernahmeangebotes übersteigt.

dd) Gem. sec. 14 lit. d (7) ist der Übernahmeinteressent verpflichtet, im Falle einer nachträglichen Erhöhung des Angebots den höheren Kaufpreis auch an die Aktionäre zu zahlen, die zu dem früheren niedrigeren Preis bereits abgeschlossen haben.

ee) Bei sec. 14 lit. e schließlich handelt es sich um einen generalklauselartig formulierten Betrugstatbestand, aufgrund dessen vorsätzliche Falschangaben etc. im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten unter Strafe gestellt werden.

Obgleich mit den vorerwähnten Regelungen jedenfalls im Vergleich zur Bundesrepublik ein relativ umfassender Rechtsschutz der bei einer Übernahmeofferte Beteiligten gewährleistet ist, liegen dem Kongreß

³⁷⁾ Das Börsenrecht stellt allein für den Fall von Aktienumtauschofferten, die mit neuen, zum Börsenhandel zugelassenen Aktien durchgeführt werden sollen, Offenlegungspflichten auf. Vgl. §§ 33 ff., 41 BörsZuIV (n. F.), in den Banken-AGB (Zif. 39) wird die Erfüllung der sich bereits aus allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen ergebenden vertraglichen Nebenpflicht zur Information des Depotbank-Kunden über den Inhalt des Übernahmegebots davon abhängig gemacht, daß dieses in den Wertpapiermitteilungen (III) veröffentlicht wird.

³⁸⁾ A.a.O. (Fn. 34), S. 301.

³⁹⁾ Vgl. oben Fn. 18.

⁴⁰⁾ In dem entschiedenen Fall hatte VW nach Abschluß eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit AUDI-NSU den außenstehenden Aktionären ein Umtauschangebot gemacht, dessen Wert weitaus niedriger war, als der kurze Zeit darauf für einen weiteren Paketwerb gezahlte und zusätzlich in einem öffentlichen Übernahmeangebot gebotene (Bar-) Kaufpreis. Zur Kritik an der BGH-Entscheidung vgl. die Anmerkung von Lutter, JZ 1976, 562 ff.

⁴¹⁾ Vgl. BGH v. 1. 2. 1988 (II ZR 75/87), DB 1988, 593 ff., 595 (»Linotype«).

⁴²⁾ Eine diesbezügliche Verpflichtung ist in sec. 14 lit. d Abs. 7 sec. exch. act. ausdrücklich normiert, vgl. dazu unten II 2 d.

⁴³⁾ Eine solche sieht z. B. § 14 lit. d Abs. 6 sec. exch. act. vor; vgl. dazu unten II 2 d).

⁴⁴⁾ Im dunkeln bleiben auch die an Vorstand und Aufsichtsrat der von dem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft zu stellenden Verhaltensanforderungen, was um so schwerer wiegt, als dieser Personenkreis sich in einem offenkundigen Interessenkonflikt befindet, der die Gefahr von eigeninteressierten, die Vermögensrechte der Aktionäre beeinträchtigenden Reaktionen in sich birgt.

⁴⁵⁾ Vgl. auch *Wiedemann*, Minderheitenschutz und Aktienhandel, 1968, S. 51 ff.

⁴⁶⁾ Abgedr. in BMF-Finanznachrichten v. 31. 1. 1979.

⁴⁷⁾ Vgl. dazu *Beß*, a.a.O. (Fn. 16), S. 169 ff., 206 ff.; ferner *Behrens*, ZGR 1975, 434 ff.

⁴⁸⁾ Vgl. Art. 3 des Vorentwurfs.

⁴⁹⁾ Vgl. Art. 5 des Vorentwurfs.

derzeit eine Reihe von Reformvorschlägen vor, mit denen die bestehenden Regelungen verschärft werden sollen⁵⁰), insbesondere

- Offenlegungspflicht nicht binnen zehn, sondern binnen eines Tages nach Abgabe der Übernahmeofferte («Closing the ten days window»)
- Offenlegungspflicht bereits ab 3%
- Ausdehnung der Mindestangebotsfrist
- Verbot bestimmter Abwehrstrategien des Managements («poison pills») sowie besonders großzügiger Abfindungsregelungen für Manager im Übernahmefall (sog. «golden parachutes»)
- Erweiterung der Offenlegungspflichten nach schedule 13 D

Außerhalb förmlicher Gesetzesänderungen hat die SEC vor einigen Jahren bereits in rule 14 d (7) das Widerrufsrecht auf 15 Werktagen ausgedehnt und ein Rücktrittsrecht binnen 10 Werktagen ab Abgabe eines Konkurrenzgebotes eingeräumt.

e) Resümee

Zieht man die offenkundigen Möglichkeiten der Verletzung berechtigter Interessen der im Falle von Übernahmeangeboten betroffenen Personkreise in Betracht, muß man den derzeitigen «gesetzlosen» Zustand in der Bundesrepublik als höchst unbefriedigend empfinden. Die Zweckmäßigkeit der geltenden US-rechtlichen Regelungen ist, wenn gleich selbst diese noch nicht völlig ausreichend sein mögen, ohne weiteres ersichtlich. Auch die im EG-Vorentwurf gemachten umfassenden Vorschläge, so sehr man über die Einzelheiten streiten mag, sowie die Leitsätze der Börsensachverständigenkommission zeigen in aller Deutlichkeit die ohne verbindliche Regelung bestehenden Risiken auf. Daß in der Bundesrepublik bislang noch keinerlei gesetzgeberische Konsequenzen gezogen worden sind, läßt sich nur noch mit der - zunehmend unbegründeten - Erwartung erklären, daß Übernahmevergänge der hier erörterten Art nicht zu erwarten sind. Tritt jedoch ein solcher Fall ein, ist die Bundesrepublik - neben Dänemark - von allen EG-Staaten am schlechtesten hierfür gerüstet⁵¹).

III. Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeversuche

Ausgelöst durch spektakuläre Aktienpaketkäufe einiger Ölstaaten hatte sich bereits Mitte der 70er Jahre eine rege Diskussion der Möglichkeiten der Abwehr unerwünschter Beteiligungen entfaltet. Unter der Überschrift «Schutz der deutschen Wirtschaft gegen Überfremdung»⁵² wurde - immer mit Blickrichtung auf die rechtspolitisch als unerwünscht angesehene Beteiligung ausländischer Investoren an deutschen «blue chips» - nach zivil- und öffentlich-rechtlichen Abwehrmaßnahmen geforscht⁵³), wobei eine angemessene Reflektion möglicher negativer Effekte solcher «Abschließungsmaßnahmen» im Hinblick auf Anteilsfungibilität, Freiheit des Kapitalverkehrs und mögliche Beschneidung der mit Beteiligungen verbundenen Rechtspositionen der Aktionäre eher in den Hintergrund trat. Aus heutiger Sicht, insbesondere im Hinblick auf die geplante Schaffung eines europäischen Binnenmarktes im Jahre 1992, muß schon die rechtspolitische politische Legitimität der gezielten Abwehr speziell von Auslandsbeteiligungen fragwürdig erscheinen. In besonderem Maße gilt dies für manche Gestaltungsmaßnahmen, die tendenziell der aktienrechtlichen Grundordnung zuwiderlaufen und die Gefahr einer weiteren «Verselbständigung des Managements»⁵⁴) gegenüber den Aktionären heraufbeschwören. Im folgenden sollen Möglichkeiten und Grenzen einiger wesentlicher, zivilrechtlich in Betracht kommender Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeversuche erörtert werden.

I. Vinkulierung

Die Ausgabe vinkulierter Namensaktien ist ein weit verbreitetes⁵⁵), traditionelles, schon vom Aktiengesetz selbst vorgesehenes Verfahren zur Aufrechterhaltung der Kontrolle der Gesellschaft über die Zusammensetzung ihres Aktionärskreises.

Die in § 68 Abs. 2 vorgesehene Möglichkeit, durch Satzungsregelung die Übertragung von Namensaktien an die Zustimmung des Vorstands (und eventuell des Aufsichtsrats) zu binden, kommt praktisch allerdings nur im Stadium der Ausgabe der Aktien in Betracht, da die nachträgliche Vinkulierung wegen § 180 Abs. 2 die Zustimmung aller betroffenen Aktionäre erfordert, wobei letzteres auch für den Fall der Ausgabe im

Zuge einer Kapitalerhöhung gilt, sofern das Bezugsrecht der Altaktionäre nicht wirksam ausgeschlossen wurde⁵⁶).

Der wesentliche Nachteil vinkulierter Namensaktien, welcher diese bei Publikumsgesellschaften letztlich zu einem ungeeigneten Mittel der Abwehr unerwünschter Beteiligungen Dritter macht, besteht aber darin, daß § 68 Abs. 2 lediglich den dinglichen Rechtsübergang verhindern kann, nicht jedoch, daß die Vertragsparteien auf schuldrechtlicher Basis ein wirtschaftlich entsprechendes Ergebnis herbeiführen. So kann u. a. der «Veräußerer» zulässigerweise von Kursrisiken freigestellt, sein Dividendenanspruch abgetreten und durch sonstige Abreden erreicht werden, daß der «Erwerber» an den mit der Aktie verbundenen Vermögensrechten bis hin zum wirtschaftlichen Eigentum partizipiert. Eine auch zur Stimmrechtsausübung berechtigende Treuhand- bzw. Legitimationsübertragung auf ihn ist allerdings nicht möglich, da hierfür der - durch § 68 Abs. 2 gerade verhinderte - dingliche Rechtsübergang erforderlich ist⁵⁷).

Wird dagegen der im Aktienbuch eingetragene Aktionär selbst, z. B. wegen Übertragung wirtschaftlichen Eigentums, zu einer Art Treuhänder des «Erwerbers», so wäre ein hiermit verknüpfter Stimmbindungsvertrag, durch welchen er sich hinsichtlich der Stimmrechtsausübung den Weisungen seines Vertragspartners unterwirft, mangels dinglicher Rechtswirkungen nicht unmittelbar von der Zustimmungspflicht des § 68 Abs. 2 erfaßt. Ein solcher Stimmbindungsvertrag wäre jedoch wegen der hierin liegenden Umgehung der Vinkulierung als unwirksam anzusehen⁵⁸). Dies bedeutet allerdings lediglich, daß der «Veräußerer» rechtlich nicht verpflichtet ist, den Weisungen des «Erwerbers» zu folgen. Soweit er dies gleichwohl tut, bleibt dies ohne Einfluß auf die Wirksamkeit seiner Stimmrechtsausübung⁵⁹). Ihm kann nicht entgegengehalten werden, er sei - wirtschaftlich - in Wahrheit nicht mehr Aktionär, da ihn allein wegen seiner fortbestehenden Eintragung im Aktienbuch aufgrund der unwiderleglichen Vermutung des § 67 Abs. 2 alle mitgliedschaftlichen Pflichten treffen und ihm daher zwingend auch sämtliche diesbezüglichen Rechte, selbst unabhängig von der materiellen Rechtslage, zustehen⁶⁰). Die Grenzen seiner Stimmrechtsausübung sind nur durch § 243 Abs. 2 abgesteckt, ohne daß dem Vorstand der AG unterhalb dieser Schwelle das Recht zustünde, Motivationsforschung zu betreiben. Auch ein unzulässiger «Stimmenkauf»⁶¹) liegt ersichtlich nicht vor, da das dem «Veräußerer» gezahlte Entgelt Gegenleistung für die Verschaffung der mit der Aktie verbundenen Vermögensrechte und nicht «Bestechungsgeld» für ein bestimmtes Stimmverhalten ist. Im übrigen ist dieser aber auch, ganz unabhängig von den getroffenen Abreden, schon von Rechts wegen verpflichtet, unter Einsatz seines Stimmrechts alles in seiner Macht stehende zu tun, um die Zustimmung der AG gem. § 68 Abs. 2 herbeizuführen⁶²).

Sofern der «Erwerber» entsprechende schuldrechtliche Abreden mit einer mehrheitsfähigen Vielzahl von eingetragenen Aktionären getroffen hat, wird je nach den Umständen sogar eine Verpflichtung der Aktionäre in Betracht kommen, die Zustimmung der AG durch Einsatz ihres

⁵⁰) Vgl. International Business Lawyer 1987, 510.

⁵¹) Vgl. zu den bestehenden Regelungen in Großbritannien (city code on take overs and mergers), in Frankreich (reglement de la compagnie des agents de change), Luxemburg, Niederlanden, Italien und Irland: *Beß*, a.a.O. (Fn. 16), S. 170; Fn. 13; zur Aufgabe und Funktion des britischen «panel on take overs and mergers» vgl. auch *The Modern Law Review* 1987, 372 ff.; *Schmitt*, a.a.O. (Fn. 15), S. 7 ff.; zur französischen Gesetzgebung vgl. *farnet Goré*, a.a.O. (Fn. 15), S. 21 ff.; *Sonnenberger*, AWD 1979, 210; *Kerber*, WM-Sonderbeilage Nr. 3, 1988.

⁵²) Vgl. z. B. *Hölters*, DB 1975, 1917.

⁵³) Hierzu insbesondere *Gamerding/Saupe*, AG 1976, 1 ff., 29 ff.; *Lutter/Schneider*, ZGR 1975, 182 ff.

⁵⁴) Vgl. die berechtigte Kritik an der Einführung von Höchststimmrechten durch eine Reihe großer Publikumsgesellschaften bei *Roth*, ZRP 1975, 204 ff.

⁵⁵) *Neumayer*, Handelsblatt v. 23./24. 5. 1975 («Das Gesetz zeigt den Weg zur Abwehr von Überfremdung») schätzte, daß ca. 1/3 der deutschen Aktiengesellschaften vinkulierte Namensaktien ausgegeben hatten. Historisch bedingt, finden sich vinkulierte Namensaktien heute insbesondere bei Versicherungen: Diese hatten in ihrer Gründerzeit das Problem der Aufbringung ihres branchenbedingt hohen Grundkapitals durch Teilzahlungen gelöst, wobei naturgemäß im Hinblick auf die Höhe der ausstehenden Einlagen besondere Bonitätsanforderungen an die Aktionäre zu stellen waren. Die Möglichkeit der «Eignungsprüfung» in Betracht kommender Aktionäre verschaffte man sich daher über die Vinkulierung. Auch nachdem diese historischen Beweggründe aufgrund längst erfolgter Vollenziehung obsolet geworden sind, wurden die vinkulierten Namensaktien weiterhin beibehalten.

⁵⁶) Vgl. *Lutter/Schneider*, a.a.O. (Fn. 53), S. 185 f.; *Zöllner*, in *Köln* Komm., Anm. 13 ff.

⁵⁷) Vgl. *Hefermehl/Bungeroth*, in *Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff*, AktG, Komm., Anm. 87, 88 zu § 68.

⁵⁸) Ebenso *Lutter/Schneider*, a.a.O. (Fn. 53), S. 186, unter Berufung auf *Overath*, «Die Stimmrechtsbindung», 1973, 46 ff.; *Hefermehl/Bungeroth*, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 159, 160; *Schröter*, Die Grenzen der Abschließbarkeit personenbezogener Aktiengesellschaften nach deutschem, schweizerischem und französischem Recht, 1976, S. 137 ff.

⁵⁹) Ebenso *Overath*, a.a.O. (Fn. 58), S. 51.

⁶⁰) Vgl. *LG Köln* v. 14. 4. 1980 (67 Akt 1/79) AG 1981, 81 f.; *Lutter*, in *Köln* Komm., Anm. 20, 24 zu § 67; *Hefermehl/Bungeroth*, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 27 zu § 67.

⁶¹) Vgl. § 405 Abs. 3 Ziff. 6, 7.

⁶²) *Lutter*, a.a.O. (Fn. 60), Anm. 40 zu § 68; *Hefermehl/Bungeroth*, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 142 zu § 68; *Barz*, in *GröBkomm. AktG*, Anm. 41 zu § 68.

Stimmrechts zugunsten einer Abwahl der sich dem Willen der Aktionärsmehrheit widersetzen, die Zustimmung nach § 68 Abs. 2 verweigernden Entscheidungsträger der Gesellschaft herbeizuführen. Aber selbst unabhängig von dem zuletzt genannten Aspekt wird der »Veräußerer« in aller Regel mangels fortbestehender eigener wirtschaftlicher Interessen auch ohne rechtliche Verpflichtung bereit sein, berechtigten Interessen seines Vertragspartners im Rahmen der Stimmrechtsausübung Rechnung zu tragen. Je nach Gestaltung der Zahlungsmodalitäten – wenn z. B. die Kaufpreisverpflichtung des »Erwerbers« ganz oder teilweise aufschiebend bedingt durch seine Eintragung in das Aktienbuch ist – wird er hieran sogar ein eigenes ökonomisches Interesse haben. Problematisch wäre es allerdings, wenn er dem »Erwerber« über die schuldrechtliche Verschaffung der mit der Aktie verbundenen Vermögensrechte auch die Ausübung seiner Mitgliedschaftsrechte im Wege der Stimmrechtsvollmacht überläßt. Je nach den – im Falle einer gerichtlichen Auseinandersetzung von der Tatsacheninstanz zu würdigenden – Umständen des Einzelfalles kann hierin eine faktisch auf den Wechsel des Rechtsträgers gerichtete, wegen des Verbots der Stimmrechtsabspaltung unwirksame Stimmrechtsabtretung – bzw. eine der Abtretung wirtschaftlich gleichzusetzende Bevollmächtigung – gesehen werden und/oder Nichtigkeit der Vollmacht wegen Umgehung der Vinkulierung angenommen werden⁶³⁾.

Allerdings wird der Aktionär in einer Publikumsgesellschaft in aller Regel sein Stimmrecht nicht höchstpersönlich ausüben, sondern hiermit im Wege der Stimmrechtsvollmacht seine Depotbank beauftragen, die dabei – anders als im Falle von Inhaberaktien – gem. § 135 Abs. 7 den sie bevollmächtigenden Aktionär benennen muß. Beauftragt der Aktionär diese Depotbank – und sei es nur stillschweigend nach Maßgabe des § 135 Abs. 5 – in einer bestimmten, den Interessen seines Vertragspartners Rechnung tragenden Weise abzustimmen, so kann hierin zweifellos weder eine der Stimmrechtsabtretung wirtschaftlich gleichzusetzende Bevollmächtigung noch eine Umgehung der Vinkulierung gesehen werden. Einer solchen Annahme stünden die gesetzlichen Beschränkungen einer derartigen Vollmachtserteilung (vgl. § 135 Abs. 7 i. V. m. Abs. 2, 3 und 5) entgegen; der Sachverhalt ist hier nicht anders als ob der Aktionär persönlich sein Stimmrecht ausübt. Dies gilt auch dann, wenn eine Vielzahl von Namensaktionären, die ihre Vermögensinteressen an denselben Vertragspartner veräußern haben, zum Zwecke der Konzentration der Stimmrechtsausübung ihre Aktien bei einer einzigen Depotbank in Verwahrung geben.

Die obigen Ausführungen machen deutlich, daß die Vinkulierung aufgrund ihrer beschränkten rechtlichen Wirkungen in Publikumsgesellschaften kein effizientes Mittel zur Abwehr von Übernahmeversuchen sein kann. Sogar öffentliche Angebote an die Namensaktionäre auf Abschluß von – z. B. durch spätere Genehmigung ganz oder teilweise aufschiebend bedingten – Kaufverträgen über die vinkulierten Aktien wären im Prinzip denkbar.

Letztlich erweist sich hierin nur die Tatsache, daß die Vinkulierung im Grunde einen Fremdkörper in dem auf dem Prinzip uneingeschränkter Fungibilität aufbauenden Aktienrecht darstellt und vinkulierte Namensaktien ihre Existenzberechtigung im wesentlichen nur bei teileingezahlten – gem. § 10 Abs. 2 auf den Namen lautenden – Aktien oder in kleinen Aktiengesellschaften mit überschaubarem Aktionärskreis haben, in welchen durch Koppelung von Vinkulierung und – Stimmbindungsvereinbarungen und Andienungsrechte beinhaltenden – Schutzgemeinschaftsverträgen der personenbezogene Charakter durchaus effizient gewahrt werden kann⁶⁴⁾.

In Publikumsgesellschaften sind Vinkulierungen dagegen fehl am Platze und bergen – über die mit der kapitalmarktfeindlichen Einschränkung der Fungibilität verbundenen wirtschaftlichen Risiken hinaus – die Gefahr, in einer den Aktionärsinteressen zuwiderlaufenden Weise als Instrument möglicher eigennütziger Interessen des Managements eingesetzt zu werden⁶⁵⁾.

Insbesondere bei börsennotierten Aktiengesellschaften wird der Widerspruch zwischen dem – von der Gesellschaft mit Stellung des Zulassungsantrages akzeptierten – Kapitalmarkterfordernis unbeschränkter Anteilfungibilität und dem Vorbehalt der Zustimmungsverweigerung nach § 68 Abs. 2 evident. Hier wird man die Zustimmungsverweigerung wegen Verstoß gegen das Verbot des venire contra factum proprium nicht nur im Einzelfall⁶⁶⁾, sondern im Regelfall als rechtsmißbräuchlich ansehen müssen.

2. Höchststimmrecht

Gem. § 134 Abs. 1 S. 2 kann die Satzung das Stimmrecht durch Festsetzung von Höchstbeträgen beschränken. Die mit den Paketerwerben

durch einige Ölstaaten Mitte der 70er Jahre ausgelöste Diskussion über mögliche Abwehrmaßnahmen führte dahin, daß die Einführung von Höchststimmrechten zum bevorzugten Abwehrinstrument großer deutscher Publikumsgesellschaften wurde⁶⁷⁾. Die nachträgliche Einführung solcher Höchststimmrechte, welche das Stimmrecht des Einzelaktionärs z. B. auf max. 5% des Grundkapitals begrenzen, hat der BGH⁶⁸⁾ gegen beachtliche Stimmen in der Literatur⁶⁹⁾ auch dann bei Vorliegen einer satzungsändernden Mehrheit für zulässig erachtet, wenn von dem Höchststimmrecht betroffene Aktionäre widersprechen.

Ungeachtet erheblicher rechtspolitischer Bedenken gegen die Einführung von Höchststimmrechten⁷⁰⁾ muß das Vertrauen in die Geeignetheit dieser Abwehrmaßnahme, unerwünschte Großaktionäre fernzuhalten, einigermaßen verworren. Wesentliche Schwächen sind in der Literatur bereits angesprochen worden⁷¹⁾.

- Die naheliegende Möglichkeit, den Aktienbesitz auf eine Gruppe von Treuhändern zu verteilen, kann zwar – wie in der Praxis regelmäßig der Fall – gem. § 134 Abs. 1 S. 3 durch die Satzung dem Alleinbesitz durch den Treugeber gleichgestellt werden⁷²⁾. Die Kontrolle ist jedoch überaus problematisch. Sie wird nahezu unmöglich, wenn die Aktien von einer Depotbank gehalten werden, die das Stimmrecht gem. § 129 Abs. 2 im Namen dessen, den es angeht, ausübt und die, sofern es sich um ein ausländisches Institut mit ausländischem Aktiendepot handelt, hinsichtlich der Einhaltung von § 135 nicht der in § 30 Abs. 1 S. 2 KWG vorgesehenen bankaufsichtlichen Kontrolle unterliegt.
- Die Zusammenrechnungsmöglichkeit bei Konzerngesellschaften gem. § 134 Abs. 1 S. 4 erfaßt nicht den Fall, daß Aktien von einem Nichtunternehmer-Aktionär zusätzlich mittelbar über mehrere von ihm beherrschte Gesellschaften erworben werden⁷³⁾.
- Die Bildung von Stimmrechtskonsortien, in welchen sich mehrere Gesellschafter zusammenschließen, deren Aktienbesitz zusammen gerechnet den Betrag, bei welchem das Höchststimmrecht einsetzt, übersteigt, bleibt zulässig, ohne daß die Stimmkraftbeschränkung eingreift⁷⁴⁾. Dies gilt auch für den Fall, daß aufgrund schuldrechtlicher Stimmverträge unter den Konsorten die Entscheidungen des Konsortiums betreffend die Ausübung der mit dem Aktienbesitz verbundenen Stimmrechte wesentlich von einem seiner Mitglieder geprägt werden sollte⁷⁵⁾.
- Sobald eine Sperrminorität von 25,1% erreicht ist, kann die Gesellschaft Grundlagenbeschlüsse nur noch mit Zustimmung des fraglichen Aktionärs fassen, da unter anderem Satzungsänderungen, Kapitalerhöhungen, Ausgabe von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen sowie Fusionen neben der einfachen Stimmenmehrheit⁷⁶⁾ einer Kapitalmehrheit von mindestens 75% des Grundkapitals bedürfen und sich die Stimmrechtsbeschränkungen auf derartige Kapitalmehrheiten nicht auswirken.
- Im übrigen sind, ähnlich wie oben zur vinkulierten Namensaktie schon ausgeführt, schuldrechtliche Vereinbarungen denkbar, die zwar dem Übernahminteressenten keine über das Höchststimmrecht hinausgehenden Mitgliedschaftsrechte verschaffen, welche jedoch veräußerungsbereite Kleinaktionäre, ohne daß ein Treuhand-

⁶³⁾ Eine entsprechende Tatsachenfeststellung durch das OLG Köln hat der BGH im Urteil v. 17. 11. 1986 (II ZR 95/86), DB 1987, 424 f. ausdrücklich als »mögliche Würdigung« des Sachverhalts gebilligt.

⁶⁴⁾ Vgl. zu entsprechenden Gestaltungsmaßnahmen bei Familienaktiengesellschaften *Uhlenbruck*, DB 1967, 1927 ff.; *Böttcher/Beinert/Hennerkes*, DB 1971, 1998 ff.

⁶⁵⁾ Vgl. auch die berechtigte Kritik von *Kossmann*, BB 1985, 1364 ff.; zur Frege einer eventuellen Genehmigungspflicht siehe BGH v. 1. 12. 1986 (II ZR 287/85) DB 1987, 679.

⁶⁶⁾ So *Hefermehl/Bungeroth*, a. a. O. (Fn. 57), Anm. 163 f. zu § 68 m. w. N.

⁶⁷⁾ Vgl. z. B. *Raiser*, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 1982, S. 110.

⁶⁸⁾ BGH v. 19. 12. 1977 (II ZR 136/76), BGHZ 70, 117 ff. = DB 1978, S. 244.

⁶⁹⁾ Vgl. u. a. *Immenga*, AG 1976, 293 ff.; *ders.*, BB 1975, 1042 ff.; *Zöllner*, a. a. O. (Fn. 56), § 134 Anm. 48; *Gamerding/Saupe*, a. a. O. (Fn. 53), 29 ff., 32.

⁷⁰⁾ So z. B. *Rath*, a. a. O. (Fn. 54); vgl. auch die Kritik der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz an der Einführung des Höchststimmrechts bei der Deutsche Babcock AG in der Zeitschrift »Wertpapier« v. 8. 4. 1988, S. 407 (»Opposition bei Babcock«).

⁷¹⁾ Vgl. *Lutter/Schneider*, a. a. O. (Fn. 53), S. 193 ff.; *Gamerding/Saupe*, a. a. O. (Fn. 53), S. 32; *Hölters*, a. a. O. (Fn. 52), S. 918 ff.; optimistischer dagegen: *Haberlandt*, BB 1975, 353 f.

⁷²⁾ Verstöße unterliegen der Sanktion des § 405 Abs. 3 Nr. 5 AktG.

⁷³⁾ Vgl. dazu auch *Hölters*, a. a. O. (Fn. 52), S. 919; zu berücksichtigen ist allerdings, daß der BGH wie zuerst in der *Vebar/Gelsenberg-Entscheidung* (BGH v. 13. 10. 1977, II ZR 123/76, DB 1977, 2367 ff.) dargelegt und später im *Autokran-Urteil* (BGH v. 16. 9. 1985, II ZR 275/84, DB 1985, 2341 ff.), ebenso für die GmbH bestätigt, auch an mehreren Gesellschaften mehrheitlich beteiligte und – insbesondere als Gesellschafter-Geschäftsführer – auf deren Tätigkeit wesentlichen Einfluß nehmende Privatpersonen als »Unternehmen« im konzernrechtlichen Sinne qualifiziert.

⁷⁴⁾ Voraussetzung ist natürlich, daß die Aktien der Konsorten nicht in ein Gesamthandseigentum des Konsortiums eingbracht werden. Zwischen den Konsorten vereinbarte Andienungs- und Erwerbsrechte schuldrechtlicher Art sind dagegen möglich.

⁷⁵⁾ Vgl. *Overrath*, a. a. O. (Fn. 58), S. 43 ff.; ebenso *Lutter/Schneider*, a. a. O. (Fn. 53), 194.

⁷⁶⁾ Dieses Erfordernis ist aus dem Gesetzeswortlaut nicht unmittelbar ableitbar, entspricht aber allgemeiner Meinung, vgl. *Zöllner*, a. a. O. (Fn. 56), Anm. 67 zu § 133.

verhältnis vorläge, veranlassen, in Wahrnehmung eigener Interessen ihr – durch Depotbanken koordiniertes – Stimmverhalten im Sinne dieses nach unternehmerischem Einfluß strebenden Aktionärs auszurichten. Wird auf diese Weise eine einfache Stimmenmehrheit erreicht, die zu einer Kapitalmehrheit des Übernahmeinteressenten und der für ihn stimmenden Kleinaktionäre von 75% hinzutritt, kann das Höchststimmrecht wieder abgeschafft werden⁷⁷⁾ und dem Mehrheitserwerb stünde unter diesem Aspekt nichts mehr entgegen.

Schließlich sei auf eine weitere, dem Höchststimmrecht immanente Problematik hier nur hingewiesen: Wenn nämlich ein Aktionär trotz der Stimmrechtsbeschränkung eine qualifizierte Kapitalmehrheit von 75% oder mehr erwirbt, wird sich sehr bald die Frage stellen, ab wann die Berufung der restlichen Aktionäre auf die Stimmrechtsbeschränkung noch mit dem Gebot gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten in Einklang zu bringen ist.

3. Erwerb eigener Aktien

Der Erwerb eigener Aktien zum Zwecke der Kurspflege – und damit zur Vermeidung eines mögliche Übernahmeinteressenten anlockenden Auseinanderfallens von Börsenkurs und innerem Wert des Unternehmens – ist in den USA ein weit verbreitetes Verfahren⁷⁸⁾. Gleichzeitig kann hierdurch Einfluß auf die Stimmrechtsverhältnisse genommen werden. Anders als in den USA ist jedoch der Erwerb eigener Aktien in der Bundesrepublik ähnlich wie in vielen anderen EG-Mitgliedsstaaten (mit Ausnahme der Niederlande)⁷⁹⁾ nur in engen Grenzen gestattet. Während der originäre Erwerb gem. § 56 schon von vornherein ausscheidet, sind die Zulässigkeitsvoraussetzungen für den derivativen Erwerb umlaufender eigener Aktien in den §§ 71 ff. so restriktiv geregelt und Verstöße hiergegen unter die Sanktion des § 405 Abs. 1 Ziff. 4 lit. a gestellt, daß derartige Maßnahmen zur Abwehr unerwünschter Einflüsse kaum in Betracht kommen.

Zwar ist der Gesellschaft gem. § 71 Abs. 1 Ziff. 1 erlaubt, eigene Aktien zur Abwendung eines »schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens« zu erwerben. Ein solcher wird aber kaum jemals in unerwünschten Beteiligungen Dritter bzw. einer »Überfremdung« zu sehen sein⁸⁰⁾.

Diese Auffassung ist vom Bundesfinanzhof im Urteil vom 16. 2. 1977⁸¹⁾ im wesentlichen bestätigt worden, der zu Recht darauf hinwies, daß die Gefahr einer »Überfremdung« schon deshalb nicht ohne weiteres den Erwerb eigener Aktien rechtfertigt, weil der »schwere Schaden« der Gesellschaft selbst und nicht den Aktionären und erst recht nicht den Mehrheitsaktionären drohen muß. Eine Änderung der Beteiligungsverhältnisse kann aber – auch wenn es sich um eine rechtspolitisch unerwünschte Beteiligung eines Konkurrenz- oder ausländischen Unternehmens handelt – nicht zu einem in rechtlichen Kategorien erfassbaren Schaden für die gerade auf einen wechselnden Bestand ihrer Mitglieder hin ausgerichtete AG führen. Für Beschränkungen im Hinblick auf die Person des Aktionärs läßt das Gesetz der Verwaltung nur unter den Voraussetzungen des § 68 Abs. 2 einen Spielraum. Der BFH hat zwar offengelassen, ob in dem – extremen – Fall, daß ein Konkurrenzunternehmen die nachweisbare Absicht verfolgt, die AG nach Mehrheitserwerb »zu vernichten«, der Erwerb eigener Aktien in Anlehnung an die Grundsätze der Entscheidung des BGH vom 6. 10. 1960 ausnahmsweise zulässig sein könnte⁸²⁾. Selbst unter den in der BGH-Entscheidung zugrundegelegten, extremen Sachverhaltsvoraussetzungen wird man aber zutreffenderweise das Drohen eines schweren Schadens i. S. v. § 71 Abs. 1 Ziff. 1 heute nicht mehr annehmen können⁸³⁾.

Der oben erläuterten Rechtsauffassung des BFH kommt für die Praxis erhebliche Bedeutung zu, da der verbotswidrige Erwerb eigener Aktien – über die zivilrechtliche Unwirksamkeit des Grundgeschäfts und die Konsequenzen nach §§ 57, 62 hinaus – steuerlich zur Annahme einer verdeckten Gewinnausschüttung an den Veräußerer der Aktien in Höhe des den Börsenkurs übersteigenden Teils des Kaufpreises führt, soweit die Beteiligten das Rechtsgeschäft nicht pflichtgemäß rückabwickeln. Dies bedeutet, daß der Erwerb eigener Aktien zur Abwehr eines Übernahmeversuches nicht nur zu einer steuerlichen Mehrbelastung der Gesellschaft, sondern insbesondere auch zur Annahme einer steuerpflichtigen Dividende – anstelle eines steuerfreien Veräußerungsgewinns – bei dem an die Gesellschaft veräußernden privaten Kleinaktionär führt. Dieser wird daher in Kenntnis dieser Rechtslage eher bereit sein, an den Übernahmeinteressenten statt an die Gesellschaft selbst zu veräußern.

Die oben erläuterten zivilrechtlichen und steuerlichen Konsequenzen des Erwerbs eigener Aktien gelten erst recht für den vorbeugenden Erwerb eigener Aktien zum Zweck der Kurspflege und/oder Bereithaltung

zur Veräußerung an Dritte für den Fall eines künftigen Übernahmeversuchs.

4. Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts

Eine naheliegende Abwehrmaßnahme der Verwaltung des von einer Übernahmeofferte betroffenen Unternehmens könnte in dem Versuch bestehen, mittels einer Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre eine große Menge neuer Aktien bei einem Kreis befreundeter Investoren unterzubringen und so den Anteil des Streubesitzes am Grundkapital so weit abzusenken, daß dessen Erwerb dem Übernahmeinteressenten nicht die erforderliche Mehrheit verschaffen würde⁸⁴⁾. Die rechtliche Problematik solcher Abwehrmaßnahmen liegt insbesondere in ihren möglichen schädigenden Auswirkungen auf die Altaktionäre und betrifft im wesentlichen die Fragen der Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses und die Höhe des Bezugsrechtspreises.

a) Kapitalerhöhung gegen Einlagen

Die reguläre Kapitalerhöhung gem. §§ 182 ff. wird allerdings aus praktischen Gründen in aller Regel nicht als Abwehrmaßnahme gegen ein aktuelles Übernahmeangebot in Betracht kommen, da das hierzu erforderliche Verfahren der Einberufung einer Hauptversammlung meist zu zeit- und kostenaufwendig sein wird. Sofern der Übernahmeinteressent bereits eine Sperrminorität von mehr als 25% erworben hat, wäre die Kapitalerhöhung gegen seinen Willen im übrigen auch gar nicht mehr möglich.

b) Genehmigtes Kapital

Verfügt der Vorstand dagegen über ein genehmigtes Kapital⁸⁵⁾ wäre er grundsätzlich zu raschem Handeln in der Lage. Fraglich ist jedoch, unter welchen Voraussetzungen er das Bezugsrecht der Altaktionäre ausschließen darf und – falls die Zulässigkeit des Ausschlusses zu bejahen wäre – zu welchem Bezugskurs er die neuen Aktien ausgeben dürfte.

aa) Der BGH hat in den bekannten Entscheidungen vom 13. 3. 1978 (Kali und Salz) und vom 19. 4. 1982 (Philip Holzmann)⁸⁶⁾ die rechtlichen Grenzen des Bezugsrechtsausschlusses aufgezeigt. Im Holzmann-Urteil hat er bereits der Zulässigkeit einer – antäglich der Einräumung des genehmigten Kapitals von der Hauptversammlung beschlossenen – Delegation der Entscheidungsbefugnis über den Bezugsrechtsausschluß auf den Vorstand gem. § 203 Abs. 2 S. 1 enge Grenzen gesetzt. Erforderlich ist danach, daß sich bereits im Zeitpunkt der Beschlußfassung konkrete Entwicklungen abzeichnen, die im Falle ihres Eintritts ein berechtigtes Interesse an einem solchen Eingriff in die Vermögensrechte der Aktionäre begründen würden⁸⁷⁾. Diese konkreten Anhaltspunkte hat der Vorstand in dem von ihm in sinngemäßer Anwendung des § 186 Abs. 4 S. 2 der über die Ermächtigung nach § 203 Abs. 2 S. 1 entscheidenden Hauptversammlung vorzulegenden Bericht zu erläutern; der Vorstandsbericht bildet dabei in einem etwaigen Anfechtungsprozeß die Ausgangsbasis für eine gerichtliche Nachprüfung. Keinesfalls ist es ausreichend, wenn die Gründe für den Bezugsrechtsausschluß nur abstrakt umschrieben oder bloß theoretische Möglichkeiten aufgezeigt werden, mit deren Eintritt tatsächlich noch nicht zu rechnen

⁷⁷⁾ Zur Rückgängigmachung vgl. *Sievekling*, MDR 1968, 114 f.

⁷⁸⁾ Vgl. z. B. FAZ v. 7. 12. 1987 (=Amerikanische Unternehmen kaufen gern die eigenen Aktien); von *Falkenhausen*, a.a.O. (Fn. 5), S. 182; *Sünner*, a.a.O. (Fn. 2), S. 283.

⁷⁹⁾ Zu den entsprechenden Regelungen in den EG-Mitgliedsstaaten vgl. *Ziehe*, AG 1982, 175 ff.; zur Bedeutung eigener Aktien als Abwehrmaßnahme gegen Übernahmeversuche in Frankreich vgl. *Kerber*, a.a.O. (Fn. 51), S. 15.

⁸⁰⁾ Vgl. insbesondere *Lutter*, a.a.O. (Fn. 60), Anm. 15 zu § 71; *Mestmäcker*, BB 1961, 945 ff.; *Ziehe*, a.a.O. (Fn. 79), S. 176; a. A. *Barz*, a.a.O. (Fn. 62), Anm. 7 ff. zu § 71; *Baumbach/Hieck*, Anm. 6 zu § 71; differenzierend, aber für die wesentlichen, in Betracht kommenden Tatbestände wie hier: *Hefermehl/Bungeroth*, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 56 ff., zu § 71; *Gamerding/Saupe*, a.a.O. (Fn. 53), S. 34.

⁸¹⁾ BFH v. 16. 2. 1977 (I R 163/75), DB 1977, S. 1170 = AG 1977, 230 f.

⁸²⁾ Vgl. BGH v. 6. 10. 1960 (II ZR 150/58), BGHZ 33, 175 ff. = DB 1960, S. 1303; die Entscheidung des BGH betraf den – von der Problematik her ähnlich gelagerten Fall – einer nur einem bestimmten Personenkreis zugute kommenden Kapitalerhöhung zur Abwehr eines an der Übernahme interessierten Konkurrenzunternehmens.

⁸³⁾ Vgl. dazu unter III 4 b, bb.

⁸⁴⁾ Zur Verbreitetheit solcher Abwehrtechniken in den USA vgl. von *Falkenhausen*, a.a.O. (Fn. 5), S. 181 f.; auch die Verwaltung der Societe Generale de Belgique benützte diese Abwehrtechnik gegen den Übernahmeversuch de Benedettis, vgl. FAZ v. 3. 3. 1988 (=Erneut Wende bei der Societe Generale-). Neuerdings wird dieses Verfahren auch in Frankreich immer häufiger praktiziert, vgl. FAZ v. 5. 4. 1988 (=Kapitalerhöhung gegen Firmenübernahmen-).

⁸⁵⁾ Maximal 50% des Grundkapitals, § 202 Abs. 3, S. 1.

⁸⁶⁾ Vgl. BGH v. 13. 3. 1978 (II ZR 142/76), AG 1978, 196 ff. = DB 1978, 974 ff. »Kali und Salz«; BGH v. 19. 4. 1982 (II ZR 55/81), AG 1982, 252 ff. = DB 1982, 1313 ff. »Holzmann«.

⁸⁷⁾ Vgl. BGH, a.a.O. (Fn. 86), 253; dazu *Simon*, AG 1985, 237 ff., 238.

ist⁸⁸⁾. Die bloße Möglichkeit eines zukünftigen Übernahmeversuchs – selbst wenn man annähme, daß dieser an sich zu einer solchen Maßnahme berechtigen würde – reicht daher definitiv nicht aus.

bb) Aber auch materiell – unterstellt, die Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluß sei ursprünglich im Hinblick auf andere Vorhaben des Unternehmens zulässigerweise erteilt worden – wäre ein Gebrauchmachen des Vorstands von diesem Recht zum Zwecke der Abwehr einer unerwünschten Beteiligung unzulässig und nach §§ 243 ff. anfechtbar. Zwar hatte der BGH in der bereits erwähnten Entscheidung vom 6. 10. 1960⁸⁹⁾ die Auffassung vertreten, daß der Bezugsrechtsausschluß und die ausschließliche Zuteilung der neuen Aktien zu einem unter dem Angebot des Dritten liegenden Preis an eine ausgewählte Gruppe »befreundeter« Investoren dann rechtmäßig sei, wenn der Dritte nachweislich das Ziel verfolge, die Gesellschaft zu »vernichten«. Diese Entscheidung kann heute jedoch aus mehreren Gründen keinen Bestand mehr haben:

Zum einen ist schon zweifelhaft, ob ein dem Vorstand zur Durchführung bestimmter oder bestimmbarer anderweitiger Vorhaben der Gesellschaft eingeräumtes Recht zum Bezugsrechtsausschluß auch für andere, von der ursprünglichen Ermächtigung nicht umfaßte, wenngleich an sich zulässige Zwecke ausgenutzt werden darf.

Insbesondere aber kann eine, auch gegen den Willen des Managements angestrebte Übernahme kaum zu einer »Vernichtung« im Sinne einer in rechtlichen Kategorien erfassbaren Schädigung der Gesellschaft führen. In praktisch allen denkbaren Konstellationen – konzernmäßige Unterordnung, Eingliederung, Verschmelzung, Umwandlung etc. oder gar Auflösung – sind die Minderheitsaktionäre durch spezielle Bestimmungen des Aktiengesetzes geschützt⁹⁰⁾. Die Gesellschaft selbst ist dagegen in ihrem unveränderten Fortbestand nicht geschützt. Selbst der Extremfall einer Übernahme mit dem Ziel der Liquidation der Gesellschaft würde – sofern die einschlägigen aktienrechtlichen Bestimmungen beachtet werden – keinen drohenden »Schaden« für die Gesellschaft darstellen: Denn der Auflösungsbeschluß als solcher ist nicht justitiabel. Er »trägt seine Rechtfertigung in sich«, wie der BGH im Anschluß an seine Entscheidung vom 28. 1. 1980⁹¹⁾ im »Linotype«-Urteil⁹²⁾ jüngst erneut bekräftigt hat. Damit ist so gut wie keine Fallgestaltung mehr denkbar, unter welcher ein Übernahmeversuch einen drohenden »Schaden« für die Gesellschaft darstellen könnte, der zu einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluß (oder zum Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Ziff. 1) berechtigen würde.

Schließlich weist der BGH in der Holzmann-Entscheidung selbst darauf hin, daß bei einer Barkapitalerhöhung ein Bezugsrechtsausschluß »nur verhältnismäßig selten« sachlich zu rechtfertigen sei, da die zu einer solchen Maßnahme in erster Linie berechtigenden Tatbestände wie Zusammenschlußvorhaben, Gewinnung bestimmter Sacheinlagen, Ausgabe von Belegschaftsaktien etc.⁹³⁾ hier von vornherein nicht in Betracht kommen. Allenfalls wäre bei einer Barkapitalerhöhung ein Bezugsrechtsausschluß zum Zwecke der Kapitalbeschaffung »zu besten Kursen« bei Vorliegen eines entsprechenden Kapitalbedürfnisses der Gesellschaft zulässig⁹⁴⁾. Dann wäre es aber gerade nicht erlaubt, ein höheres Gebot des Übernahmeverinteressenten zwecks Zuteilung an einen ausgewählten Personenkreis zu ignorieren⁹⁵⁾.

Im Ergebnis erweist sich daher auch das genehmigte Kapital als ein zu Abwehrmaßnahmen wenig geeignetes Instrument für den Vorstand einer Aktiengesellschaft, insbesondere unter Berücksichtigung der möglichen Haftungsfolgen gem. §§ 93, 116. Denkbar – wenngleich wesentlich teurer – bleibt allerdings eine Kapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluß, bei welcher die von den Altaktionären nicht ausgeübten, veräußerten Bezugsrechte von der Depotbank im Prinzip ohne rechtliche Bindungen »bestens« Dritten »zuteilt« werden können. Zu beachten ist jedoch, daß der Bezugskurs nicht so ungünstig gestaltet werden darf, daß er wirtschaftlich einem Bezugsrechtsausschluß gleichkäme.

c) Options- und Wandelanleihen

Ein in den USA gängiges und jüngst auch in Frankreich⁹⁶⁾ angewandtes Verfahren zur Abwehr unerwünschter Beteiligungen ist die präventive Ausgabe von Wandel- bzw. Optionsschuldverschreibungen an befreundete Investoren unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre. Hierdurch sollen mit wenig Kapitelaufwand – nur der Preis für das Options- bzw. Wandlungsrecht ist zunächst zu zahlen – die Bezugsrechtsinhaber im Falle eines Übernahmeversuchs in die Lage versetzt werden, praktisch schlagartig die Beteiligungsverhältnisse durch Ausübung ihres Wandlungs- bzw. Optionsrechts in einer Weise zu ändern, daß selbst bei überwiegendem oder gar vollständigem Erwerb der in Streubesitz befindlichen Aktien für den Übernahmeverinteressenten keine Möglichkeit zum Mehrheitserwerb besteht.

Der Schaffung eines solchen, mit Options- oder Wandlungsrechten von erheblichem Volumen ausgestatteten Abwehrfonds steht aber wiederum das gem. §§ 221 Abs. 4, 186 vom Gesetz auch hier vorgesehene Bezugsrecht der Aktionäre entgegen, dessen Ausschluß nur unter den vom BGH in der Kali & Salz-Entscheidung umschriebenen Voraussetzungen zulässig ist. Danach kann das erklärte Ziel, einen Abwehrfonds für zukünftig denkbare Übernahmeversuche zu schaffen, wie oben dargelegt, keinesfalls zu einem solchen Eingriff in die Vermögens- und Stimmrechte der Altaktionäre berechtigen⁹⁷⁾.

Mit dieser Feststellung ist das Thema jedoch nicht erschöpft. Die Verwaltung kann, da im Zeitpunkt der Beschlußfassung ein aktuelles Übernahmeangebot im Normalfall nicht vorliegen wird, in dem nach § 186 Abs. 4 S. 2 von ihr abzugebenden Bericht andere Gründe für den Bezugsrechtsausschluß anführen, wie z. B. einen erhöhten Kapitalbedarf⁹⁸⁾.

An die Tragfähigkeit einer solchen Begründung wären hohe Anforderungen zu stellen. Der Hinweis des BGH, daß bei Barkapitalerhöhungen ein Bezugsrechtsausschluß nur verhältnismäßig selten zu rechtfertigen sei, wird auch hier sinngemäß zu beachten sein, unabhängig davon, ob die erforderlichen Aktien dem Bezugsrechtsinhaber im Wege des bedingten oder des genehmigten Kapitals zur Verfügung gestellt werden. Vor allem bei einem sehr hohen Streubesitzanteil wird der zur Zielerreichung erforderliche, entsprechend große Umfang unter Bezugsrechtsausschluß zu begebender Options- und Wandlungsrechte schon von vornherein nicht zu rechtfertigen sein.

Insbesondere aber kommt es auf den für die Options- bzw. Wandlungsrechte verlangten Preis in Form eines Ausgabeagios bzw. einer Niedrigverzinslichkeit sowie auf den Ausgabekurs für die jungen Aktien an: Auch hier gilt bei gleichzeitigem Bezugsrechtsausschluß der Aktionäre der Grundsatz der »Kapitalbeschaffung zu besten Kursen«.

Da die »befreundeten Investoren« meist nicht aufgrund fundierter betriebswirtschaftlicher Erwägungen ein Interesse an der Zeichnung der Anleihe haben, werden sie verlangen, daß ihre Bereitschaft zur Hilfeleistung durch Kursabschläge abgegolten wird. Bei einer solchen Ausgangskonstellation wird der Tatbestand der Kapitalbeschaffung zu besten Kursen, d. h. zu Bedingungen, die bei normaler, das Bezugsrecht der Aktionäre nicht tangierender Anleihebegebung nicht erzielbar wären, nur selten vorliegen.

Wird gleichwohl in der oben beschriebenen Weise verfahren, wäre der nach §§ 221 Abs. 4, 186 Abs. 3 erforderliche Hauptversammlungsbeschluß gem. § 243 Abs. 2, 255 Abs. 2 anfechtbar. Der selbst zur Anfechtung verpflichtete Vorstand wäre auch nach Ablauf der Anfechtungsfrist nicht zur Ausführung des Beschlusses berechtigt⁹⁹⁾, was im Ernstfalle ein bereits zum (Minderheits-) Aktionär gewordener Übernahmeverinteressent im Wege einer einstweiligen Verfügung oder Schadensersatzklage geltend machen könnte.

Fraglich ist, ob ein Bezugsrecht der Aktionäre auch dann besteht, wenn die Begebung der Optionsanleihe, welche Optionsrechte auf den Bezug von Aktien einer inländischen AG (M) begründet, nicht durch M selbst, sondern durch deren 100%ige Auslandstochter (T) erfolgt. Da die vorgenannte Gestaltung, insbesondere aus steuerlichen Gründen, immer häufiger verwendet wird¹⁰⁰⁾, kommt der Frage erhebliche praktische Bedeutung zu.

Unabhängig von der Beurteilung der – zusätzlichen – Problematik, ob das Bestehen einer 100%igen Beteiligung von M an T allein¹⁰¹⁾ oder nur

⁸⁸⁾ Vgl. BGH, a. a. O. (Fn. 86), 254.

⁸⁹⁾ BGH, a. a. O. (Fn. 82), 186.

⁹⁰⁾ Ebenso bereits Klette, BB 1968, 977 ff., 980.

⁹¹⁾ BGH v. 28. 1. 1980 (II ZR 124/78), DB 1980, 870 f., kritisch hierzu Lutter, ZGR 1981, 171 ff., 177; Timm, JZ 1980, 666 ff., 689.

⁹²⁾ Vgl. BGH, a. a. O. (Fn. 41), 593 ff.

⁹³⁾ Vgl. BGH, a. a. O. (Fn. 86), S. 253; ferner Lutter, a. a. O. (Fn. 60), Anm. 10 zu § 203.

⁹⁴⁾ Vgl. BGH, a. a. O. (Fn. 86), S. 254; Lutter, a. a. O. (Fn. 60), Anm. 10 zu § 203, Anm. 53 zu § 186.

⁹⁵⁾ So schon Klette, a. a. O. (Fn. 90), S. 980 unter Hinweis auf § 255 Abs. 2; ebenso Lutter, a. a. O. (Fn. 60) Anm. 54, 63 zu § 186.

⁹⁶⁾ Vgl. dazu Kerber, a. a. O. (Fn. 51), S. 15 ff., mit Darstellung aktueller Praktiken.

⁹⁷⁾ So ausdrücklich auch Lutter, a. a. O. (Fn. 60), Anm. 10 zu § 186.

⁹⁸⁾ Diese Begründung dürfte einen »klassischen« Übernahmekandidaten, also einer mit einem Überhang an Liquidität in Form von Finanzanlagen ausgestatteten Gesellschaft, allerdings besonders schwerfallen.

⁹⁹⁾ Vgl. Lutter, a. a. O. (Fn. 60), Anm. 30 zu § 221, Anm. 70 zu § 186 AktG.

¹⁰⁰⁾ Vgl. z. B. die HV-Einladung der Deutschen Bank AG vom März 1988 (FAZ v. 30. 3. 1988, S. 23) mit Anknüpfung der Beschlußfassung über die Vorstandsermächtigung zur Ausgabe einer Optionsanleihe von bis zu DM 1,2 Mrd., bei welcher das Bezugsrecht ausgeschlossen sein soll, sofern die Begebung über eine 100%ige Auslandstochter erfolgt.

¹⁰¹⁾ So Martens, FS Stimpel (1985), S. 621 ff., S. 626 ff.; Schilling, in: Großkomm. AktG, Anm. 18 zu § 221; Slicher, FS Geßler (1971), S. 185 ff., 192.

unter weiteren Voraussetzungen¹⁰²⁾ ausreicht, um das Erfordernis der in den §§ 192 Abs. 2, 221 unterstellten Identität zwischen Anleihegeberin und Bezugsrechtsgesellschaft zu erfüllen, sind die in der Literatur vertretenen Meinungen zur Bezugsrechtssituation der Aktionäre von M geteilt. Lutter¹⁰³⁾ und Martens¹⁰⁴⁾ vertreten die Auffassung, daß den Aktionären der M ein Bezugsrecht gem. § 221 Abs. 4, 186 zusteht; in älteren Kommentierungen von Schilling¹⁰⁵⁾ und Silcher¹⁰⁶⁾ wird, allerdings ohne eingehende Begründung, die Gegenposition vertreten. Spätestens seit der in der Holzmann-Entscheidung¹⁰⁷⁾ vom BGH zum Ausdruck gebrachten hohen Bewertung der in den Bezugsrechten verkörperten, vom Gesetzgeber geschützten Vermögensposition der Altaktionäre kann kaum noch zweifelhaft sein, daß diese gesicherte Rechtsposition nicht einfach durch Anleiheemission über eine Auslandstochter unterlaufen werden kann. Den Aktionären der M steht daher auch bei dieser Gestaltung ein Bezugsrecht gem. §§ 221 Abs. 4, 186 zu, welches nur unter den gleichen – vom BGH dargelegten – engen Voraussetzungen ausgeschlossen werden kann, wie dies bei unmittelbarer Anleihebegebung durch M der Fall wäre.

d) Mitarbeiterabwehrfonds

Die oben beschriebenen Probleme einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß bestehen offenbar dann nicht, wenn Bezugsrechte auf junge Aktien an Mitarbeiter des Unternehmens abgegeben werden sollen, da in einem solchen Falle der Bezugsrechtsausschluß kraft Gesetzes ohne weiteres zulässig ist, ohne daß zusätzliche Rechtfertigungsgründe vorliegen müßten. Dies gilt unabhängig davon, ob die Aktien im Wege des bedingten Kapitals (§ 192 Abs. 2 Nr. 3) oder des genehmigten Kapitals (§ 202 Abs. 4) bereitgestellt werden.

Beim genehmigten Kapital sind Grenzen jedoch dadurch gesetzt, daß die Ausgabe der Arbeitnehmeraktien nach Art und Ausmaß angemessen sein muß¹⁰⁸⁾.

Beim bedingten Kapital ist der Ausgabeumfang gem. § 192 Abs. 2 Nr. 3 bereits dadurch begrenzt, daß die Aktien nur gegen (Sach-) Einlage bereits entstandener Ansprüche der Arbeitnehmer aus Gewinnbeteiligungen ausgegeben werden dürfen.

Danach dürfte der Umfang einer Kapitalerhöhung zugunsten der Arbeitnehmer kaum jemals ausreichen, um allein die zur Abwehr eines Übernahmeversuchs erforderliche Veränderung der Beteiligungsverhältnisse herbeizuführen, zumal die von den Arbeitnehmern aufbringbaren Mittel zwangsläufig begrenzt sind. Als begleitende Maßnahme und als Instrument der Einbeziehung der von einer etwaigen Übernahme zentral betroffenen Belegschaft in die einzuleitenden Entscheidungsprozesse können Mitarbeiterfonds aber durchaus sinnvoll und zweckmäßig sein.

5. Wechselseitige Beteiligung

Auch die präventive oder reaktive Eingehung wechselseitiger Beteiligungen kann als Mittel zur Abwehr unerwünschter Beteiligungen bei gleichzeitiger Stärkung der Herrschaft der Verwaltung in der Gesellschafterversammlung in Betracht kommen¹⁰⁹⁾. Gerade in dem letztgenannten Umstand und der Gefahr der Kapitalverwässerung – das in Anteilsrechten am wechselseitig beteiligten Unternehmen verkörperte Vermögen besteht zum Teil in einer Beteiligung am eigenen Unternehmen – liegt andererseits aber auch die besondere Problematik solcher Gestaltungen¹¹⁰⁾. Die Probleme stellen sich mit unterschiedlicher Intensität, je nachdem, ob eine qualifiziert wechselseitige Beteiligung angestrebt wird oder ob die Beteiligungen zwischen nicht abhängigen Unternehmen eingegangen werden.

a) Qualifiziert wechselseitige Beteiligungen

Hierunter soll im folgenden der Erwerb oder Besitz von Aktien am herrschenden bzw. mehrheitlich beteiligten Unternehmen (A) durch ein abhängiges Unternehmen (B) verstanden werden. Eine solche wechselseitige Beteiligung kann auf zweierlei Weise eintreten: B erwirbt die A-Aktien zu einem Zeitpunkt, in dem es sich bereits in Abhängigkeit befindet (Alternative 1) oder A erwirbt eine Mehrheitsbeteiligung an B, das A-Aktien bereits zu einem vor dem Eintritt der Abhängigkeit liegenden Zeitpunkt erworben hatte (Alternative 2).

aa) Alternative 1 scheint als Mittel der Zurückdrängung der Stimmkraft der – von möglichen Übernahmeangeboten betroffenen – in Streubesitz befindlichen Aktien zunächst wenig aussichtsreich. Gem. § 71 lit. d S. 2 i. V. m. §§ 71 Abs. 1 Ziff. 1 – 5, Abs. 2 dürfte B Aktien der A nur insoweit erwerben, wie A selbst zum Erwerb eigener Aktien berechtigt wäre,

max. nur in Höhe von 10%. Die Berufung auf § 71 Abs. 1 Ziff. 1 (schwerer drohender Schaden) ist B dabei genauso wie A selbst im Hinblick auf die Abwehr eines Übernahmeversuchs verwehrt¹¹¹⁾.

Jedoch ist ein verbotswidrig erfolgter Erwerb gem. §§ 71 Abs. 1 lit. d S. 4, 71 Abs. 4 dinglich wirksam. Die schuldrechtliche Unwirksamkeit führt zwar zu einem Rückgewähranspruch des Veräußerers gegen B, den dieser, falls er zu einem guten Preis verkauft hat, allerdings kaum geltend machen wird. Im übrigen muß B die Aktien lediglich innerhalb der Ein- bzw. Drei-Jahresfristen des § 71 lit. c Abs. 1, 2 der A auf deren pflichtmäßiges Verlangen – zu einem angemessenen Gegenwert – verschaffen, damit A seiner Verpflichtung zur Veräußerung innerhalb dieser Fristen bzw. andernfalls zur Einziehung (§ 71 lit. c Abs. 3) nachkommen kann¹¹²⁾. Der Vorstand von A ist, sofern der Veräußerer keine Rückabwicklung nach § 812 BGB verlangt, im Rahmen der Weiterveräußerung bei der Auswahl der Abnehmer frei, kann diese also »befreundeten Investoren« anbieten. Der Vorstand von B handelt selbst bei positiver Kenntnis der Unzulässigkeit des Erwerbs der A-Aktien nicht ordnungswidrig nach § 405 Abs. 1, da Ziff. 4 dieser Bestimmung nur den Fall des verbotswidrigen Erwerbs eigener Aktien gem. § 71, nicht aber des verbotswidrigen Erwerbs von Aktien des herrschenden Unternehmens gem. § 71 lit. d S. 2 erfaßt¹¹³⁾ und eine Analogie wegen § 3 OWiG ausscheidet.

Angesichts solch zweifelhafter Abschreckungswirkung der Konsequenzen der verbotswidrigen Eingehung einer wechselseitigen Beteiligung wird man die Anwendung derartiger Abwehrstrategien trotz entgegenstehender gesetzlicher Vorschriften wohl kaum ausschließen können. Im Gegenteil verführen die vom Gesetz selbst vorgesehenen Rückabwicklungsregelungen gerade dazu, im Falle einer Übernahmehandlung eine Neuverteilung des Aktionärskreises durch entsprechende Abnehmerauswahl im Rahmen der Weiterveräußerung nach § 71 lit. c vorzunehmen. Daß im übrigen das Stimmrecht der Aktien gem. § 71 lit. b ruht, solange sie sich im Besitz von A oder B befinden, ändert nichts daran, daß auch während dieses Zeitraumes die relative Stimmkraft der noch verbliebenen Streubesitz-Aktien im Verhältnis zu etwaigen, nicht von Übernahmerisiken betroffenen Paketbeteiligungen deutlich reduziert werden kann. Auch die mit dem unzulässigen Erwerb eigener Aktien verbundenen negativen steuerlichen Konsequenzen für Veräußerer und Gesellschaft¹¹⁴⁾ dürften sich hier nicht ergeben, da zwischen B und den Veräußerern eine verdeckte Gewinnausschüttung mangels Gesellschaftsverhältnis ausscheidet und die Annahme einer wirtschaftlich aus dem Vermögen (i. w. S.) von A vorgenommenen Verfügung jedenfalls steuerlich wegen der rechtlichen Selbständigkeit von B nicht möglich ist¹¹⁵⁾. Schließlich kann selbst die Konsequenz der schuldrechtlichen Unwirksamkeit des Erwerbsgeschäftes unter Umständen vermieden werden, wenn dieses von einem ausländischen Tochterunternehmen vorgenommen wird und der Kaufvertrag ausländischem Recht unterliegt¹¹⁶⁾.

bb) In der einleitend erwähnten Alternative 2 fällt der vor Eintritt der Abhängigkeit erfolgte Erwerb von A-Aktien durch B schon von vornherein nicht unter § 71 lit. d S. 2. Zwar wird man zutreffenderweise auf diese rechtmäßig erworbenen Aktien wegen des auch den bloßen Aktienbesitz erfassenden Wortlautes dieser Bestimmung über die Verweisung in § 71 lit. d S. 4 die Regelungen in § 71 lit. c (Veräußerungs- bzw. Einziehungspflicht) anzuwenden haben¹¹⁷⁾. Ansonsten wären aber hier weder

¹⁰²⁾ So Lutter, a.a.O. (Fn. 60), Anm. 12, 22 zu § 221; ders., in FS Kastner (1972), S. 245, 253, 265 sowie in DB 1986, 1607 ff., 1611; danach wird dem Identitätsfordernis nur genügt, wenn M für die Anleihe aufgrund Garantie bzw. Schuldmitübernahme haftet und/oder im Innenverhältnis für die Beschaffung zuständig ist.

¹⁰³⁾ A.a.O. (Fn. 102).

¹⁰⁴⁾ A.a.O. (Fn. 101), S. 629 ff.

¹⁰⁵⁾ A.a.O. (Fn. 101).

¹⁰⁶⁾ A.a.O. (Fn. 101).

¹⁰⁷⁾ A.a.O. (Fn. 86), 252 ff.

¹⁰⁸⁾ Vgl. Lutter, a.a.O. (Fn. 60), Anm. 29 zu § 202.

¹⁰⁹⁾ Zu entsprechenden Gestaltungen in der französischen Wirtschaft siehe insbesondere Kerber, a.a.O. (Fn. 51), S. 14 f.; siehe ferner FAZ v. 28. 3. 1988 »Die Übernahmehochzeit treibt Vorstände zum besseren Wirtschaften« mit Hinweis auf die Eingehung wechselseitiger Beteiligungen bei Saint Gobain, Generale des Eaux.

¹¹⁰⁾ Vgl. hierzu die Begründung des RegE zu § 19 Ziff. bei Kropff, DB 1959, 15.

¹¹¹⁾ Vgl. III., (3).

¹¹²⁾ Vgl. zur diesbezüglichen Vorstandsverpflichtung § 405 Abs. 1 Nr. 4 lit. b, c und § 407 Abs. 1.

¹¹³⁾ Ebenso Hefermehl/Bungeroth, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 12 zu § 71 lit. d; a. A.: Zihns/Laniermann, WPg 1980, 69.

¹¹⁴⁾ Vgl. BFH, a.a.O. (Fn. 81); dazu oben III., (3).

¹¹⁵⁾ Zur streitigen Frage, ob aktienrechtlich unter Berufung auf das Bild einer »Unternehmens-einheit im Konzern« eine verbotene Einlagenrückgewähr vorliegt, vgl. Lutter, a.a.O. (Fn. 60), Anm. 15 zu § 57; Hefermehl/Bungeroth, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 35 zu § 71 d m. w. N.

¹¹⁶⁾ Vgl. Hefermehl/Bungeroth, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 103 zu § 71 lit. d.

¹¹⁷⁾ Diese Frage ist streitig. Wie hier Hefermehl/Bungeroth, a.a.O. (Fn. 57), Anm. 46 zu § 71 lit. d; a. A. unter Hinweis auf § 19 Abs. 2, 3 Cahn/Farrenkopf, AG 1984, 178 ff.; unentschieden Koppensteiner, in Kölner Komm., 2. Aufl. 1986 Anm. 2 zu § 19.

A noch B dem Vorwurf des unzulässigen Aktienerwerbs ausgesetzt und das Erwerbsgeschäft frei von Rechtsfehlern. Erwirbt beispielsweise B zum Zwecke der Abwehr eines aktuellen Übernahmeversuchs bei A einen Teil von deren in Streubesitz befindlichen Aktien im eigenen Namen und für eigene Rechnung bei gleichzeitiger Vereinbarung eines Andienungsrechts der B-Anteilseigner gegenüber A in Bezug auf ihre Anteilsmehrheit an B, so könnte in letzter Konsequenz A seinen Aktionärskreis durch wirtschaftlich dem Erwerb eigener Aktien zumindest sehr nahe kommende Transaktionen neu ordnen. Besteht allerdings das Vermögen von B ausschließlich oder nahezu ausschließlich in A-Aktien, so wäre A's Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung an B dem unzulässigen Erwerb eigener Aktien i. S. v. § 71 gleichzusetzen¹¹⁸⁾.

b) Einfache wechselseitige Beteiligungen

Einfache wechselseitige Beteiligungen i. S. v. § 19 Abs. 1 liegen vor, wenn jedem der beiden aneinander beteiligten Unternehmen jeweils mindestens 25% der Anteile des anderen gehören, ohne daß jedoch eines der Unternehmen eine Mehrheitsbeteiligung am anderen besitzt bzw. dieses i. S. v. § 17 beherrscht. Nur im letzteren Fall gelten die oben unter lit. a erläuterten Grundsätze. Wechselseitige Beteiligungen sind daher jeweils bis zu 50% zulässig, wobei die Grenze wegen der Möglichkeit einer Beherrschung i. S. v. § 17 umso mehr bei 25% liegt, je mehr die übrigen Aktien sich in Streubesitz befinden¹¹⁹⁾.

Grundsätzlich sind damit jedoch wechselseitige Beteiligungen von jeweils 50%, sofern sie auf keiner Seite zur Beherrschung führen, zulässig, obgleich dies wirtschaftlich für die beteiligte AG im Ergebnis dem Erwerb eigener Aktien in Höhe von 25% des Grundkapitals gleichkommt. Zwar können gem. § 328 Abs. 1 i. V. m. Abs. 2 aus derjenigen von beiden Beteiligungen, die zuletzt die 25%-Grenze überschritten hat, über 25% hinaus keine Stimm-, Dividenden-, Bezugs- und sonstige Rechte geltend gemacht werden. Dies gilt jedoch nicht, wenn es sich um eine grenzüberschreitende gegenseitige Beteiligung handelt¹²⁰⁾. Mittelbare (ringförmige) wechselseitige Beteiligungen schließen die Sanktionsfolge des § 328 dagegen nicht aus, da gem. § 19 Abs. 1 eine Zurechnung der von zwischengeschalteten, in Mehrheitsbesitz befindlichen oder sonst abhängigen Gesellschaften gehaltenen Beteiligungen erfolgt¹²¹⁾.

Als maximal zulässige, nach § 71 lit. d und § 328 sanktionslose gegenseitige Beteiligungen bleiben immerhin solche im Verhältnis von 50% : 25% möglich, wobei die die 50%ige Beteiligung haltende Gesellschaft wegen der 25%igen Rückbeteiligung wirtschaftlich 12,5% eigener Anteile hält. Es bieten sich somit auch im Rahmen einfacher wechselseitiger Beteiligungen durchaus beachtliche Möglichkeiten der Zurückdrängung des Einflusses von Streubesitz-Aktien. Im Vergleich zu den nicht unbedenklichen Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen qualifizierter wechselseitiger Beteiligungen können solche Verflechtungen zwischen unabhängigen Unternehmen – trotz des Wertungswiderspruches der gesetzlichen Regelung im Hinblick auf § 57 und § 71 – sicherlich eher auch in wirtschaftlicher Hinsicht Sinn machen, da die beiderseitige Entschließungsfreiheit eine gewisse Gewähr dafür zu bieten scheint, daß unternehmenspolitisch unvernünftige Verbindungen unterbleiben.

6. Sonstiges

Auf die gem. § 12 Abs. 2 grundsätzlich unzulässige, nur mit ministerieller Genehmigung mögliche Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien als einer weiteren denkbaren Abwehrmaßnahme¹²²⁾ soll hier nicht näher eingegangen werden. Eine nach geltendem Recht ohne weiteres zulässige und durchaus effiziente Maßnahme stellt demgegenüber für bestimmte Aktiengesellschaften, insbesondere bei Familienunternehmen, die bis zur Höhe von 50% des Grundkapitals zulässige Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien (§§ 139 ff.) dar, zumal diese, wie sich mittelbar aus § 140 Abs. 2 S. 2 ergibt, auch bei der Berechnung der Kapitalmehrheit im Falle von Grundlagenschlüssen nicht mitzählen. Voraussetzung für einen effizienten Einsatz stimmrechtsloser Vorzugsaktien ist, daß die »entscheidenden« Stammaktien (mindestens 50%) sich in »sicherer« Hand befinden. Im übrigen gelten hinsichtlich der nachträglichen Einführung im Hinblick auf § 180 Abs. 2 ähnliche Restriktionen wie im Falle vinkulierter Namensaktien. Ein für alle Aktiengesellschaften gleichermaßen brauchbares Abwehrinstrument stellen stimmrechtslose Vorzugsaktien nicht dar.

Verschiedentlich wird die Tatsache, daß der deutsche Aktienmarkt bislang im wesentlichen von Übernahmeaktivitäten der hier erörterten Art unberührt geblieben ist, mit dem in den meisten anderen Rechtsordnungen nicht in dieser Form anzutreffenden Aufsichtsratssystem begrün-

det, welches die Erlangung der Kontrolle über die Verwaltung auch nach Erwerb der Aktienmehrheit in entscheidender Weise erschwere¹²³⁾. Hieran ist sicherlich richtig, daß das in § 103 vorgesehene Erfordernis einer 3/4-Mehrheit für die vorzeitige Abberufung der für die Vorstandsernennung zuständigen Aufsichtsratsmitglieder¹²⁴⁾ – unterstellt, daß sowohl diese, wie auch der Vorstand sich den Wünschen des neuen Mehrheitsaktionärs einmütig widersetzen – zu erheblichen Verzögerungen führen kann; einen mit hochgradiger Aufnahme kurzfristig fälliger Fremdmittel gestarteten Übernahmeversuch kann dies u. U. verhindern. Man sollte diesen Umstand jedoch nicht überbewerten. Die institutionelle Trennung von Leitungs- und Kontrollfunktion stellt ein ernstzunehmendes Hindernis nur für besonders waghalsig finanzierte Übernahmeattacken dar, wie man sie in den USA zum Teil antrifft¹²⁵⁾, nicht jedoch z. B. für solche finanzstarker Industriekonzerne mit »Stehvermögen«. Im übrigen erscheint es auch nicht unbedingt realistisch, anzunehmen, daß Vorstand und Aufsichtsrat einmütig und konsequent bis zum letzten Tag ihrer Amtszeit die Interessen des neuen Mehrheitsaktionärs, zumal wenn dieser ein »etabliertes« Großunternehmen ist, ignorieren werden. Dies gilt zumindest für den letztgenannten Fall auch und vielleicht sogar gerade dann, wenn im Aufsichtsrat Vertreter von Depotbanken sitzen.

Schließlich ist auch das weitere Argument des anders als z. B. im US-amerikanischen Recht gestalteten aktienrechtlichen Schutzes des Minderheitsaktionärs, der diesen nicht lediglich vor einem Wertverlust seiner Aktien, sondern unabhängig davon auch vor »Hinausdrängung« bewahre¹²⁶⁾, inzwischen nicht mehr ganz überzeugend. Wie der BGH in der bereits erwähnten »Linotype«-Entscheidung¹²⁷⁾ ausgeführt hat, ist der »Hinausdrängungsschutz« lediglich als Mittel zur Verwirklichung des eigentlichen, nämlich auf den Schutz der Vermögensposition – nicht aber der Mitgliedschaft als solcher – gerichteten Gesetzeszweckes zu verstehen; dieser wird daher im wesentlichen nur wirksam in Verschmelzungs- und Umwandlungsfällen, nicht jedoch z. B. im Falle der Vermögensübernahme nach Liquidation der Gesellschaft durch den Mehrheitsgesellschafter. Letzterem ist von Gesetzes wegen bei Vorhandensein der erforderlichen Mehrheit grundsätzlich das Recht eingeräumt, »sein Kapital freizusetzen«. Im übrigen dürfte aber auch das Thema »Hinausdrängungsschutz« als Übernahmehindernis nur in den erwähnten Fällen der mit waghalsig hohem Leverage finanzierten Beteiligungserwerbes von wesentlicher Bedeutung sein.

IV. Ausblick

Die in den USA beobachtbaren und zusehends auch die europäische Wirtschaft erfassenden Übernahmeaktivitäten, hier zusätzlich stimuliert durch Konzentrationsbewegungen im Hinblick auf die sich mit der geplanten Schaffung eines europäischen Binnenmarktes stellenden neuen Herausforderungen, dürften kaum an der deutschen Grenze haltmachen. Weder das deutsche Aktienrecht als solches, noch die sich daraus ergebenden Möglichkeiten der Abwehr unerwünschter Beteiligungen stellen unüberwindliche Hindernisse für einen entschlossenen Übernahmehintergänger dar. Mit zunehmendem Gebrauchmachen

¹¹⁸⁾ So zu Recht Barz, a.a.O. (Fn. 62), Anm. 4 zu § 71; Hefermehl/Bungeroth, a.a.O. (Fn. 57) Anm. 26 zu § 71.

¹¹⁹⁾ Vgl. Lutter/Schneider, a.a.O. (Fn. 53), S. 197.

¹²⁰⁾ Vgl. § 19 Abs. 1, auf welchen § 328 Bezug nimmt; selbst eine Angabepflicht in Anhang entfällt, vgl. § 160 Abs. 1 Ziff. 7. In derartigen Fällen wird allerdings zu prüfen sein, ob ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr gem. § 57 vorliegt, vgl. dazu Koppensieiner, a.a.O. (Fn. 109), Anm. 24 zu § 19 m. w. N.

¹²¹⁾ Zu den weitergehenden Umgehungsmöglichkeiten nach französischem Recht vgl. Kerber, a.a.O. (Fn. 51), S. 15.

¹²²⁾ Vgl. dazu eingehend Lutter/Schneider, a.a.O. (Fn. 53), S. 189 ff. In Frankreich sind Mehrstimmrechtsaktien zulässig, vgl. Kerber, a.a.O. (Fn. 51), ohne daß diese Tatsache das dort ausgebrochene »Übernahmefieber« offenbar hat verhindern können.

¹²³⁾ So z. B. von Falkenhausen, a.a.O. (Fn. 5), S. 194 f.

¹²⁴⁾ Allerdings ist zu beachten, daß das in § 103 Abs. 1 vorgesehene Mehrheitserfordernis dispositiv ist und nicht wenige AG-Satzungen dieses mittelbar dadurch abbedingen, daß sie für Hauptversammlungsbeschlüsse generell die einfache Mehrheit ausreichen lassen, »soweit das Gesetz nicht zwingend etwas anderes vorschreibt« (vgl. zu dieser Satzungsformulierung im Zusammenhang mit der Abberufung von Ersatzmitgliedern auch BGH v. 29. 6. 1987 (I ZR 242/86), DB 1987, 498, 2 36 f.).

¹²⁵⁾ Solchermaßen finanzierte »Raiders« werden allerdings meist ohnehin darauf angewiesen sein, auf Anhieb eine Mehrheit von 75% zu erlangen, um die gesetzlichen Voraussetzungen für die Einleitung grundlegender, für einen weitreichenden Zugriff auf die Vermögenswerte des übernommenen Unternehmens erforderlicher Umstrukturierungsmaßnahmen zu erfüllen.

¹²⁶⁾ Vgl. Peltzer, a.a.O. (Fn. 5), S. 974; von Falkenhausen, a.a.O. (Fn. 5), S. 194.

¹²⁷⁾ Vgl. die sehr bemerkenswerten und grundsätzlichen Ausführungen des BGH, a.a.O. (Fn. 41), S. 593 f.

von derartigen Strategien des Mehrheitserwerbs durch angesehene Großunternehmen¹²⁶⁾, die dem Verdacht des schieren »asset stripping« nicht ausgesetzt sind, werden sich mittelfristig vermutlich auch die solchen Übernahmepraktiken entgegengebrachten Vorbehalte verlieren, zumal deutsche Unternehmen auf ausländischen Märkten vereinzelt durchaus bereits Gebrauch hiervon machen. Die mit dem Depotstimmrecht verbundenen Einflußmöglichkeiten deutscher Großbanken bestehen nur so lange, wie den Kleinaktionären keine attraktiveren Angebote vorliegen. Im übrigen fällt es schwer, anzunehmen, daß die Banken sich die ausgesprochen lukrativen, im Übernahmeheschaft bietenden Gewinnaussichten letztlich werden entgehen lassen wollen.

Nimmt man alldies zusammen, muß insbesondere der im Hinblick auf öffentliche Übernahmeangebote in der Bundesrepublik – im Unterschied zu den USA und den meisten anderen europäischen Industriationen – bestehende rechtsfreie Raum ernsthafte Besorgnisse wecken,

zumal eine verbindliche Regelung auf EG-Ebene in absehbarer Zeit nicht zu erwarten ist. Zu einem selbstgefälligen Herabblicken auf ein vermeintlich weniger restriktives, für die Verbreitung von takeover-Aktivitäten auf dem amerikanischen Markt verantwortlich zu machendes US-Recht besteht jedenfalls insoweit kein Anlaß. Eine wenigstens die grundlegenden Verhaltenspflichten statuierende, rechtsverbindliche Regelung, die – anders als die Leitsätze der Börsen-Sachverständigenkommissionen – auch den mit dem offenkundigen Interessenkonflikt des betroffenen Managements verbundenen Gefahren Rechnung tragen sollte, wäre ebenso wie eine erhebliche Reduzierung der Beteiligungsgrenze für Mitteilungspflichten gem. § 20 Abs. 1 mehr als wünschenswert.

¹²⁶⁾ Siehe die Übernahmeaktivitäten von Nestle und Jacobs Suchard bei Rowntree (Wirtschaftswoche v. 6. 5. 1988, S. 132).