

Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie im deutschen Recht

Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 24/2007, S. 927 ff.

Dr. jur. Kay-Michael Schanz



LIGHTHOUSE
CORPORATE FINANCE GMBH

Mendelssohnstraße 75 - 77
D - 61476 Kronberg

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

Mit der Börseneinführung wird ein Unternehmen grundsätzlich der Gefahr einer „feindlichen Übernahme“ ausgesetzt. Wenngleich 2005 und 2006 unfreundliche Übernahmen global ein neues Niveau erreicht haben, so spielt dieses vieldiskutierte Phänomen in Deutschland aus einer Vielzahl von Gründen eine deutlich geringere Rolle als in den USA oder Großbritannien.¹ Trotzdem finden sich auch hier bereits vor der publizitätswirksamen Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone AirTouch plc Beispiele feindlicher Übernahmen, wenngleich alle diese Transaktionen nach einer Nachbesserung des ersten Angebots die Zustimmung des Managements der Zielgesellschaft erhielten und damit freundlich endeten.

I. Ziele und Vorgehensweise

1) Alternativen des Vorgehens

Nach Identifikation des Zielobjekts bieten sich einem Interessenten mehrere Möglichkeiten zur Strukturierung seines „Angriffs“, wobei die Entscheidung über die tatsächliche Vorgehensweise, die spezifische Kombination der einzelnen Maßnahmen sowie das Timing von einer Vielzahl von Faktoren abhängig ist. Sofern einzelne Investoren Aktienpakete halten, bietet sich u.U. die Möglichkeit eines Direkterwerbs eines oder mehrerer Pakete, wobei allerdings oftmals ein Paketzuschlag zu zahlen sein wird, der wiederum Einfluss auf den nach §§ 31 I und III, 39 WpÜG zu bietenden Angebotspreis hat. Die Gefahr von (gezielten) Indiskretionen mit möglicherweise verheerenden Auswirkungen auf die Gesamtstrategie ist hierbei allerdings selbst dann nicht zuverlässig auszuschließen, wenn der Angreifer direkt oder - z.B. über seine Investmentbank – Zugang zu diesen hat. Alternativ oder auch ergänzend zu einem Paketkauf kommt der Kauf von Anteilen über die Börse in Betracht. Werden Kaufoptionen auf die betreffende Aktie gehandelt, können diese zumindest in relativ kleinem Umfang zusätzlich erworben werden. Nachteilig am Kauf größerer Pakete über die Börse ist, dass eine solche Strategie regelmäßig nur über einen längeren Zeitraum möglich und allein aufgrund der verstärkten und kontinuierlichen Nachfrage mit Kurssteigerungen verbunden ist, die beim Auftauchen von Übernahmegerüchten noch verstärkt werden. Die dritte Alternative zur Erlangung der Kontrolle ist die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots nach den allgemeinen Regeln², wobei dieses normalerweise erst nach mehr oder weniger umfangreichen Vorkäufen abgegeben wird.

Für den Fall, dass ein Bieter auf einem der vorgenannten Wege einen hohen Anteil des Kapitals, aber eben nicht alle Aktien erwerben kann, kann er unter bestimmten Voraussetzungen die restlichen Aktien im Wege des aktienrechtlichen oder des übernahmerechtlichen Squeeze Out-Verfahrens auf sich übertragen lassen. Umgekehrt besteht mittlerweile auch die Möglichkeit, dass ihm Restquoten von Aktionären im Wege des Sell Out³ angedient werden.

2) Kontrolle und sonstige Ziele

Im Regelfall ist die Kontrollerlangung das eigentliche Ziel des Erwerbers und damit der bestimmende Faktor für die Beantwortung der Frage nach der Höhe der mindestens zu erwerbenden Beteiligung. Dabei ist davon auszugehen, dass der Übernehmer zur Durchsetzung eines Teils der Entscheidungen der Hauptversammlung einer qualifizierten Mehrheit bedarf, wohingegen für andere eine einfache Mehrheit genügt. Da hierbei regelmäßig nicht auf das gesamte stimmberechtigte Kapital, sondern nur auf die bei der Hauptversammlung präsenten Stimmen abgestellt wird, wird sich ein Übernehmer an der Höhe der Hauptversammlungspräsenzen der Vorjahre orientieren und dabei auch die Höhe des „free float“ ins Kalkül ziehen. Darüber hinaus wird er die sonstigen Machtverhältnisse berücksichtigen.

II. Verteidigung

Schon die Begriffe „feindliche Übernahme“ und „unerwünschtes Angebot“ werfen die Frage nach den Handlungsalternativen und -pflichten der Verwaltung des Zielunternehmens, insbesondere aber nach

¹ Eingehend hierzu *Lutter/H. Wahlers*, AG 1989, S. 1 ff.

² Näher hierzu *Schanz*, Börseneinführung – Recht und Praxis des Börsengangs, 3. Aufl. 2007, S. 688.

³ Vgl. hierzu *Schanz*, (Fn. 2), S. 723, 738.

den Möglichkeiten der Verteidigung und den jeweiligen Erfolgchancen auf.

1) Interessenkonflikte

Der Vorstand der Zielgesellschaft ist bei feindlichen Übernahmeverfahren regelmäßig massiven Interessenkonflikten ausgesetzt, da er damit zu rechnen hat, dass er im Falle einer erfolgreichen Durchführung seine Position verliert. Wenngleich dies regelmäßig mit der Auszahlung seines Vertrages, gelegentlich auch mit sonstigen mehr oder weniger großzügigen Abfindungszahlungen verbunden ist, besteht in solchen Situationen daher immer die Gefahr, dass er seine Interessen über die von Gesellschaftern und Gesellschaft stellt. Andererseits ist er nach dem Shareholder Value-Gedanken den Gesellschaftern zu einer Maximierung des Unternehmenswertes verpflichtet, wozu im Extremfall auch die Duldung des Verkaufs der Gesellschaft an einen Angreifer gehört, der den Aktionären einen über dem Börsenkurs liegenden Kaufpreis bietet⁴ und damit zu erkennen gibt, dass er die Gesellschaft einer wertvolleren Verwendung zuführen kann.

Das WpÜG statuiert in seinem § 33 I 1 ein grundsätzliches Verhinderungsverbot, das aber umgehend durch weit reichende Ausnahmen relativiert, wenn nicht gar auf den Kopf gestellt wird. Gleichzeitig räumt das Gesetz deutschen Zielgesellschaften das Wahlrecht ein, sich fakultativ dem strengeren europäischen Verhinderungsverbot zu unterwerfen. Das Wahlrecht umfasst auch deren Möglichkeit, sich der sogenannten Durchbrechungsregel zu unterwerfen und einen Vorbehalt der Gegenseitigkeit zu beschließen.

2) Verhinderungsverbot und Ausnahmetatbestände

Nach dem Grundtatbestand des § 33 I 1 WpÜG darf der Vorstand⁵ nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Bekanntgabe des Ergebnisses nach Ablauf der Annahmefrist⁶ keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Dies gilt nicht nur für Maßnahmen, die nach allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen in die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands fallen, sondern auch dann, wenn dieser von einer ihm erteilten Ermächtigung der Hauptversammlung Gebrauch macht. Von diesem grundsätzlichen Verbot gelten vier Ausnahmen:

- Nach § 33 I 2 Alt. 1 WpÜG zulässig sind **Maßnahmen**, die auch ein **ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter** einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, **getroffen hätte**.⁷ Hierdurch soll die Fortführung der bereits eingeschlagenen Unternehmensstrategie auch dann ermöglicht werden, wenn dieser im konkreten Fall zwar kein abwehrgerichteter, wohl aber ein abwehrwirksamer oder -geeigneter⁸ Charakter zukommen kann. Dies gilt auch für Maßnahmen, die nicht im originären Zuständigkeitsbereich des Vorstands liegen, sondern zu deren Vornahme eine Ermächtigung durch die Hauptversammlung vorliegen muss⁹, vorausgesetzt natürlich, dass eine solche vorliegt. Außerdem muss die Unternehmensstrategie, auf deren Fortsetzung sich der Vorstand berufen will, schon eine hinreichende Konkretisierung erlangt haben.
- Daneben ist nach § 33 I 2 Alt. 2 WpÜG die **Suche nach einem konkurrierenden Bieter** zulässig.¹⁰ Der hierdurch initiierte Wettbewerb eröffnet den Aktionären die Chance auf einen höheren Verkaufserlös, wenn ein solcher „White Knight“ in der Kürze der Zeit gefun-

⁴ Zum Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft vgl. *Hirte*, ZGR 2002, S. 623, 649 ff.; *Krause*, AG 5/2000, S. 217 ff.

⁵ Der Aufsichtsrat ist somit nicht Adressat der Neutralitätspflicht des § 33 WpÜG, wohl aber des europäischen Verhinderungsverbots nach § 33a WpÜG. Eingehend hierzu *Friedl*, NZG 2006, S. 422 ff.

⁶ Zur Verbotsdauer vgl. *Ekkenga* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 33 RdNr. 26.

⁷ Damit scheiden alle Handlungen, die ohne konkrete Abwehrsituation nicht in Frage gekommen wären, von vornherein aus. *Hopt*, ZHR 2002, S. 383, 426.

⁸ Zur Abgrenzung vgl. *Ekkenga* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 33 RdNr. 46.

⁹ *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, S. 1, 7 f.

¹⁰ Näher hierzu *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, S. 1, 4 f.

den und zum Einstieg in ein solches Bieterverfahren überzeugt werden kann.¹¹

- Von besonderer praktischer Bedeutung ist die in § 33 I 2 Alt. 3 WpÜG geregelte Ausnahme, nach der Abwehrmaßnahmen des Vorstands, die mit **Zustimmung des Aufsichtsrats** erfolgen, zulässig sind. Diese berechtigt nicht nur zu Maßnahmen im originären Kompetenzbereich des Vorstands, sondern ermöglicht darüber hinaus, Entscheidungen der Hauptversammlung, die ursprünglich nicht als Vorratsbeschlüsse im Sinne des § 33 II WpÜG gefasst wurden, nachträglich zu Abwehrmaßnahmen umzufunktionieren, sofern und soweit dies vom Beschluss gedeckt ist.¹²

Da im Falle eines feindlichen Übernahmeversuchs beim Vorstand und den Aufsichtsratsmitgliedern der Arbeitgeberseite zumindest in persönlicher Hinsicht eine gleichgerichtete, wenn auch nicht gleichgewichtige Interessenlage besteht, weicht dieser Ausnahmetatbestand die grundsätzliche Neutralitätsverpflichtung des Vorstands weitgehend auf. Gleichermaßen entwertet wird die in § 33 II WpÜG vorgesehene Mitwirkung der Hauptversammlung in Form der Möglichkeit von Vorratsbeschlüssen. Zudem ist der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Entscheidung seinerseits nicht an die Neutralitätspflicht gebunden und hat sich auch nicht isoliert am Aktionärsinteresse, sondern am gesamten Unternehmensinteresse zu orientieren.¹³

Als letzten Ausnahmetatbestand nennt § 33 II WpÜG schließlich die bereits erwähnten **Vorratsbeschlüsse**, mit denen die Hauptversammlung den Vorstand zur Durchführung von Maßnahmen zur Verhinderung des Erfolgs von Übernahmeangeboten ermächtigen kann, wobei dieser zwingend der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf. Zu solchen Maßnahmen gehören beispielsweise der Beschluss einer Kapitalerhöhung oder eines genehmigten Kapitals unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre (und damit des Bieters) sowie die Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG. Die Ermächtigung bedarf einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, sofern nicht die Satzung eine größere Mehrheit oder weitere Erfordernisse bestimmt.

Da die vom Vorstand zu treffenden Maßnahmen schon im Beschluss der Hauptversammlung nach § 33 II 1 WpÜG wengleich nicht im Einzelnen, aber zumindest der Art nach zu bestimmen sind, was ohne das Kennen eines spezifischen Angreifers jedoch nur teilweise möglich sein wird, weisen sie nur bedingt die erforderliche Flexibilität eines Abwehrinstruments auf. Zudem ist ihre Gültigkeitsdauer von vornherein auf maximal 18 Monate begrenzt.

3) Alternative Satzungsgestaltungen der Zielgesellschaften

Nachdem der deutsche Gesetzgeber davon abgesehen hat, das strenge europäische Verhinderungsverbot und die Durchbrechungsregel in zwingendes nationales Recht umzusetzen, räumen die §§ 33a ff. WpÜG Zielunternehmen das Recht ein, sich fakultativ den „strengereren“ europäischen Bestimmungen, d.h. einem übernahmefreundlicheren Regime zu unterwerfen.

a) Europäisches Verhinderungsverbot

Nach § 33a I 1 WpÜG kann die Satzung einer Zielgesellschaft vorsehen, dass § 33 WpÜG keine Anwendung findet und stattdessen die Regelungen des § 33a II WpÜG gelten.¹⁴ Hiernach dürfen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses nach Ablauf der Annahmefrist keine Handlungen vornehmen, die objektiv geeignet sind, den Erfolg des Angebots zu verhindern. Dieses Verbot gilt nicht für

¹¹ Näher hierzu *Glade/Haak/Hellich*, Der Konzern 2004, S. 515, 518 f.

¹² BT-Finanzausschuss, ZIP 2001, S. 2102, 2104. *Hopt*, ZHR 2002, S. 383, 427. Kritisch insoweit *Krause*, AG 2002, S. 133, 136 f.

¹³ *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, S. 1, 11 f.; *G. Thoma*, NZG 2002, S. 105, 110 f.

- Handlungen, zu denen die **Hauptversammlung** den Vorstand oder Aufsichtsrat nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots **ermächtigt** hat,
- Handlungen **innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs**,
- Handlungen **außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs**, sofern sie der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gefasst und teilweise umgesetzt wurden, sowie
- die Suche nach einem **konkurrierenden Angebot**.

Maßgeblicher Unterschied des Europäischen Verhinderungsverbots nach § 33a WpÜG zu dem vorstehend skizzierten Verbot nach § 33 I 1 WpÜG ist zum einen, dass es sich auch auf den Aufsichtsrat erstreckt. Im Gegensatz zu § 33 I 2 3. Alt. WpÜG reicht im Rahmen des § 33a WpÜG für eine Ermächtigung des Vorstands zu Abwehrmaßnahmen daher auch nicht die Zustimmung des Aufsichtsrats. Vielmehr ist die Ermächtigungskompetenz hier vollständig auf die Hauptversammlung verlagert, wobei aber die nach § 33 II WpÜG möglichen Vorratsbeschlüsse hier nicht zulässig sind.¹⁵ Daher kann die Hauptversammlung eine Ermächtigung zur Vornahme von Abwehrhandlungen erst nach der Veröffentlichung der Angebotsabsicht und damit nur zur Abwehr eines konkreten Übernahmeangebots beschließen. Darüber hinaus sind nach § 33a WpÜG Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs – mit Ausnahme der hier ebenfalls uneingeschränkt zulässigen Suche nach einem Weißen Ritter – nur möglich, sofern sie der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die bereits vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gefasst und teilweise umgesetzt wurden.¹⁶ Im Ergebnis resultiert aus dem Verzicht auf die abstrakte Vorratermächtigung durch die Hauptversammlung, insbesondere aber aus dem Verbot von Abwehrmaßnahmen, die nur zwischen Vorstand und Aufsichtsrat abgestimmt wurden, eine echte Erleichterung von Übernahmen für einen Angreifer..

b) Europäische Durchbrechungsregel

Nach Art. 11 der ÜbernahmeRiLi gelten in konkreten Übernahmesituationen bestimmte strukturelle satzungsmäßige oder vertragliche Übernahmehindernisse nicht bzw. werden „durchbrochen“.¹⁷ Wie im Falle des Verhinderungsverbots hat der deutsche Gesetzgeber von der Opting Out-Möglichkeit des Art. 12 I ÜbernahmeRiLi Gebrauch gemacht und von einer Umsetzung in deutsches Recht abgesehen, gleichzeitig aber in § 33b WpÜG deutschen Zielgesellschaften die Möglichkeit eingeräumt, sich über ein Opting In freiwillig einer Anwendung der Durchbrechungsregel zu unterwerfen. Entscheidet die Hauptversammlung für die Anwendbarkeit der Durchbrechungsregel, was nur vollständig, nicht aber selektiv möglich ist¹⁸, so gelten gegenüber dem Bieter für Aktien der Gesellschaft während der Annahmefrist keine Übertragungsbeschränkungen, die in der Satzung verankert sind¹⁹ oder zwischen der Zielgesellschaft und Aktionären oder zwischen Aktionären vereinbart wurden.²⁰ Außerdem entfalten Stimmbindungsverträge²¹ in einer Hauptversammlung der Zielgesellschaft, die während dieser Annahmefrist über Abwehrmaßnahmen beschließt, keine Wirkung; gleichermaßen berechtigen hier die ohnehin nur noch ausnahmsweise zulässigen²² Mehrstimmrechtsaktien nur zu einer Stimme.

Darüber hinaus entfalten gemäß § 33b II 1 Nr. 3 WpÜG nach (!) erfolgreichem Abschluss des Übernahmeangebots in der ersten Hauptversammlung, die auf Verlangen des Bieters zur Herbeiführung

¹⁶ Näher zum Ganzen vgl. *Meyer*, WM 2006, S. 1135, 1139 m.w.N.

¹⁷ Näher hierzu *Diekmann*, NJW 2007, S. 17, 18.

¹⁸ Begr. RegE, BR-Drs. 154/06, S. 37.

¹⁹ Damit gemeint sind in erster Linie vinkulierte Namensaktien i.S.d. § 68 II AktG. Begr. ReGE, BR-Drs. 154/06, S. 37. Näher hierzu vgl. *Meyer*, WM 2006, S. 1135, 1140. Ausgenommen von der Durchbrechungsregelung sind gesetzlich angeordnete Vinkulierungen. *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, S. 200, 227.

²⁰ § 33b II WpÜG. Schuldrechtliche Veräußerungsvorgänge wie Optionsvereinbarungen stellen nach der Regierungsbegründung (Begr. RegE, BR-Drs. 154/06, S. 38) keine Übertragungsbeschränkung dar. Näher hierzu vgl. *Meyer*, WM 2006, S. 1135, 1140.

²¹ Nicht erfasst werden gesetzliche Stimmrechtsbeschränkungen wie das Höchststimmrecht nach § 2 I VW-Gesetz. *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, S. 306, 312.

²² Vgl. § 5 AktGEG.

von Satzungsänderungen oder Entscheidungen über die Besetzung der Leitungsorgane einberufen wird, Stimmbindungsverträge sowie Entsendungsrechte keine Wirkung, sofern der Bieter nach dem Angebot über mindestens 75 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt. Unter diesen Voraussetzungen berechnen auch - die in Deutschland ohnehin seltenen – Mehrstimmrechtsaktien nur zu einer Stimme. Die vorstehenden Einschränkungen und Durchbrechungen gelten nicht für stimmrechtslose Vorzugsaktien sowie für Übertragungsbeschränkungen und Stimmbindungen, die vor dem 22. April 2004 zwischen der Zielgesellschaft und Aktionären oder zwischen Aktionären vereinbart wurden. Für die Einberufung und Durchführung dieser ersten Hauptversammlung i.S.v. § 33b II 1 Nr. 3 WpÜG gilt hinsichtlich der zu berücksichtigenden Fristen und Formalia § 16 IV WpÜG entsprechend, d.h. insbesondere die auf mindestens 2 Wochen verkürzte Einladungsfrist sowie die gegebenenfalls auf mindestens vier Tage verkürzte Anmeldefrist.

Werden den Aktionären aufgrund von § 33b I WpÜG Rechte entzogen, ist der Bieter nach § 33b V 2 WpÜG zu einer angemessenen Entschädigung in Geld verpflichtet, soweit diese Rechte vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots nach § 10 I 1 WpÜG begründet wurden und der Zielgesellschaft bekannt sind. Im Interesse der Rechtssicherheit kann der Entschädigungsanspruch nur bis zum Ablauf von zwei Monaten seit dem Entzug der Rechte gerichtlich geltend gemacht werden, wobei sich die Verpflichtung zur Gewährung einer Entschädigung regelmäßig als bedeutungslos erweisen dürfte.

c) Vorbehalt der Gegenseitigkeit

Das Wahlrecht der Zielgesellschaft hinsichtlich des „Verhinderungsverbots“ und der „Durchbrechungsregel“ wird durch die in § 33c WpÜG verankerte Reziprozitätsregel ergänzt. Mit diesem Vorbehalt der Gegenseitigkeit kann die Hauptversammlung einer Zielgesellschaft, die sich für ein Opting In nach § 33a und/oder § 33b WpÜG entschieden, sich damit also dem europäischen Verhinderungsverbot und/oder der Durchbrechungsregel unterworfen hat, beschließen, dass sie gegenüber einem Bieter oder einem von ihm beherrschten Unternehmen im Interesse einer - zumindest theoretischen – Waffengleichheit nicht an diese Regelungen gebunden ist, wenn und soweit diese nicht ebenfalls entsprechend gebunden sind.

Der Vorbehalt der Gegenseitigkeit kann nach § 33c III 1 WpÜG für Verhinderungsverbot und Durchbrechungsregel in einem einzigen Hauptversammlungsbeschluss gefasst werden, wobei der Beschluss in jedem Fall nach § 33c III 2 WpÜG höchstens für 18 Monate gilt. Auch hier unterliegt der Vorstand der Zielgesellschaft einer Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin und den Aufsichtsstellen in den anderen EWR-Staaten, in denen ihre Wertpapiere notiert sind. Außerdem ist die Ermächtigung unverzüglich auf der Internetseite der Zielgesellschaft zu veröffentlichen.²³

4) Abwehrmaßnahmen

Hinsichtlich der einzelnen Verteidigungsmaßnahmen²⁴ ist zum einen danach zu unterscheiden, ob diese präventiver Natur sind oder ob sie erst ad hoc im Falle eines konkreten Übernahmeangebots implementiert werden. Von den erst bei Vorliegen eines konkreten Angriffs zu treffenden Maßnahmen unterscheiden sich die präventiven Verteidigungsmechanismen insbesondere dadurch, dass nicht alle, aber die meisten in die verfassungsmäßige Struktur der Gesellschaft eingreifen und in der Satzung geregelt werden müssen. Zum anderen ist danach zu unterscheiden, ob die jeweilige Maßnahme vom Vorstand allein umgesetzt werden kann bzw. einer Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf oder gar einen Beschluss der Hauptversammlung erfordert.

In Anbetracht des klaren Wortlauts des § 31 I 1 WpÜG sind Maßnahmen, die sich wie schuldrechtliche Übertragungsbeschränkungen und Stillhaltevereinbarungen zur Verhinderung eines feindlichen Übernahmeangebots eignen, vor dem in dieser Norm genannten Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nicht nach dem WpÜG, sondern allein nach den allgemeinen aktienrechtlichen Bestimmungen zu beurteilen.²⁵ Gleiches gilt für sogenannte Change of Control-

²³ § 33c III 4 WpÜG.

²⁴ Zur organisatorischen Vorbereitung der Abwehrmaßnahmen vgl. *Schanz* (Fn. 2), S. 773 f.

²⁵ *Schlitt* in MünchKomm-AktG, § 33 WpÜG, RdNr. 79, 113 f.

Klauseln, wie sie beispielsweise regelmäßig auf Wunsch der Geldgeber in bestimmten Finanzierungsverträgen aufgenommen werden und dort in erster Linie deren Schutz dienen.

Gemeinsam ist allen Abwehrmaßnahmen der Zweck, die Erreichung der Kontrolle über eine Gesellschaft durch Dritte zu verhindern oder zumindest zu erschweren. Gerade in den USA wurde eine Vielzahl von Strategien zur Abwehr unerwünschter Übernahmen entwickelt, die in Deutschland allerdings nur z. T. anwendbar und im Ergebnis deutlich weniger effizient sind.

d) Präventive Abwehrmaßnahmen

Das effektivste und für Gesellschaft und Aktionäre bei weitem erfreulichste Abwehrmittel ist im rein wirtschaftlichen Bereich zu suchen, nämlich in der Steigerung des Unternehmenswerts durch Optimierung von Ertragslage und Finanzstruktur der Bilanz verbunden mit der richtigen Investor Relations Politik. Eine konsequent verfolgte Shareholder Value Strategie und adäquate Kommunikation führt dazu, dass der tatsächliche Wert einer Gesellschaft in deren Börsenkurs reflektiert wird, was eine feindliche Übernahme regelmäßig uninteressant machen dürfte.

i) Vinkulierte Namensaktien

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

Zu den strukturellen Maßnahmen gegen feindliche Übernahmen gehört auch die Emission von vinkulierten Namensaktien, wobei Umgehungsmöglichkeiten bestehen.²⁶ Zudem entfaltet das Vinkulierungserfordernis seine Wirksamkeit nur dann zuverlässig, sofern sich die Hauptversammlung nicht der europäischen Durchbrechungsregel nach §§ 33b WpÜG unterwirft. Wurde in der Satzung nicht von der durch § 68 II 4 AktG eingeräumten Möglichkeit Gebrauch gemacht, Gründe zu bestimmen, aus denen die Zustimmung verweigert werden kann, oder sind diese nicht abschließend, so stellt sich regelmäßig die Frage, ob das hierfür zuständige Organ die Zustimmung zur Übertragung allein deshalb verweigern darf, weil ein unerwünschter Übernahmever such abgewehrt werden soll.

Außer der in § 68 II AktG vorgesehenen Möglichkeit der Vinkulierung ist keine weitere Beschränkung der Übertragbarkeit von Aktien mit dinglicher Wirkung durch entsprechende Satzungsregelungen möglich. Zulässig sind aber schuldrechtliche Vereinbarungen wie Vorkaufsrechte, Andienungspflichten oder Verfügungsbeschränkungen, sei es durch Vertrag unter den Anteilshabern, sei es durch Vertrag mit der Gesellschaft. Trotzdem sind solche schuldrechtlichen Bindungen als Abwehrmaßnahme wenig geeignet, da gegen sie verstoßende Transaktionen nach § 137 BGB dennoch wirksam wären. Im Übrigen werden diese Vereinbarungen „durchbrochen“, falls sie nach dem 21.4.2004 abgeschlossen wurden und sich die Hauptversammlung der Zielgesellschaft der Durchbrechungsregel nach §§ 33b WpÜG unterwerfen sollte.

ii) Änderung der Stimmrechtsmacht

Aufgrund der sich verschärfenden Kritik an Höchststimmrechten wurden diese durch das KonTraG bei börsennotierten Gesellschaften verboten.²⁷ Endgültig abgeschafft wurde bis auf wenige Ausnahmefälle²⁸ auch die Mehrstimmrechtsaktie nach § 12 II AktG. Nach Abschaffung von Höchst- und Mehrstimmrechten besteht somit nur noch die Möglichkeit, in den Grenzen des § 405 III AktG durch Stimmbindungsverträge²⁹ gleichgesinnte Aktionäre gegenseitig zu verpflichten, in einzelnen oder allen Tagesordnungspunkten einer Hauptversammlung einheitlich abzustimmen. Durch eine solche Maßnahme lassen sich z.B. Sperrminoritäten gegen Satzungsänderungen schaffen oder Einfluss auf die

²⁶ Vgl. hierzu *Schanz* (Fn. 2), S. 80.

²⁷ Art. 1 Nr. 3, Art. 11 Nr. 1 KonTraG.

²⁸ Vgl. § 5 AktGEG.

²⁹ *Hüffer*, AktG, § 133 RdNr. 25 ff.

Bestimmung der Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat nehmen. Allerdings entfällt deren Wirkung, sobald die Hauptversammlung für die Durchbrechungsregel optiert. Um diese schuldrechtlichen Verträge dinglich abzusichern, können die Aktien des Stimmenkonsortiums in das Gesamthandvermögen einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts eingebracht werden.³⁰

iii) Austausch des Managements

Von besonderer Bedeutung für einen Übernehmer ist die schnellstmögliche Besetzung des Managements der Zielgesellschaft mit Personen seines Vertrauens, was in Deutschland gerade bei einer feindlichen Übernahme aufgrund der Zweiteilung in Aufsichtsrat und Vorstand sowie der Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat außerordentlich problematisch sein kann. So ist eine schlagartige Neubesetzung der Organe in der für die Kontrolle nötigen Höhe gegen den Willen der Aktionärsvertreter de facto unmöglich. Die Abwahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat ist schon aus mitbestimmungsrechtlichen Überlegungen³¹ nicht möglich.³²

Zur Neubesetzung des Vorstands können dessen Mitglieder vor Ablauf ihrer Amtszeit vom Aufsichtsrat abberufen werden, wenn in ihrer Person ein wichtiger Grund vorliegt. Einen wichtigen Grund in diesem Sinne stellt nach § 84 III 2 AktG auch der Entzug des Vertrauens durch die Hauptversammlung dar, der mit der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen beschlossen werden kann.³³ Dies setzt nicht unbedingt ein schuldhaftes Fehlverhalten des einzelnen Vorstandsmitglieds voraus. Andererseits darf der Vertrauensentzug nicht rechtsmissbräuchlich sein,³⁴ was aber bei einem Wechsel des Großaktionärs regelmäßig in dessen Sinne begründbar sein sollte.

iv) Kapitalerhöhung und genehmigtes Kapital

Zu den besonders von US-amerikanischen Gesellschaften häufig verwandten „poison pills“ gehören auch Bestimmungen, die Veränderungen in der Kapitalstruktur vorsehen. Hiervon sind nur wenige in Deutschland wirksam und rechtmäßig. So sind Regelungen, nach denen Minderheitsaktionäre berechtigt sind, Aktien der Zielgesellschaft zu einem deutlich niedrigeren Preis als dem Marktpreis von dem potenziellen Übernehmer³⁵ oder von der Gesellschaft zu kaufen oder ihre Aktien gegen schuldverschreibungsähnliche Instrumente zu tauschen, schon wegen des Verstoßes gegen den in § 53a AktG festgeschriebenen Gleichbehandlungsgrundsatz rechtswidrig.

Demgegenüber können Kapitalerhöhungen wie die Schaffung eines genehmigten Kapitals in unterschiedlicher Weise gegen eine feindliche Übernahme eingesetzt werden³⁶, was neben dem Aufbau langfristiger Beteiligungen durch einen „befreundeten“ Aktionär im Ergebnis das wohl effizienteste Abwehrmittel darstellt. Dies gilt zumindest dann, wenn das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen wurde und die Aktien im Falle eines Angriffs bei einem befreundeten Dritten platziert werden können.

Die Möglichkeiten für den Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre bei der Schaffung bzw. Ausnutzung eines genehmigten Kapitals wurden mit der Kehrtwende der Rechtsprechung des BGH im Fall „Siemens/Nold“³⁷ deutlich erweitert. So reicht es nach der geänderten Rechtsprechung, wenn bei der Schaffung eines genehmigten Kapitals die Kapitalmaßnahme, zu deren Durchführung der Vor-

³⁰ Vgl. hierzu *Hüffer*, AktG, § 69 RdNr. 2; *Marquardt*, WiB 1994, S. 537, 539.

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

³² Die Arbeitnehmervertreter können nur von ihren Wählern vorzeitig abberufen werden. *Hauschka/Roth*, AG 1988, S. 181, 188.

³³ *Michalski*, AG 1997, S. 152, 156; *Weimar/Bräuer*, BB 1991, S. 2309, 2313.

³⁴ Näher hierzu *Peltzer*, ZIP 1989, S. 69, 76.

³⁵ Vgl. hierzu auch *Paefgen*, AG 1991, S. 189, 190. Abgesehen von den Bedenken in Hinblick auf den Gleichbehandlungsgrundsatz stellt dieses Instrument wohl einen unzulässigen Vertrag zu Lasten eines Dritten, nämlich des Mehrheitsaktionärs dar. *Hauschka/Roth*, AG 1988, S. 181, 189 f. Vgl. hierzu auch *Bungert*, AG 1994, S. 297, 299 f; *Peltzer*, ZIP 1989, S. 69, 73 f.

³⁶ Die präventive Platzierung von Options- und Wandelanleihen als Abwehrmittel weist in Hinblick auf Rechtmäßigkeit wie auch bezüglich der Voraussetzungen für einen erfolgreichen Einsatz deutliche Parallelen zum genehmigten Kapital auf. Näher hierzu *Schanz (Fn. 2)*, S. 763 f.

³⁷ ZIP 1997, S. 1499 ff; vgl. hierzu *Bungert*, NJW 1998, S. 488 ff; *Wolf*, AG 1998, S. 212 ff.

stand ermächtigt wird, allgemein umschrieben und in dieser Form der Hauptversammlung bekannt gegeben wird, sofern sie durch sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist.³⁸ Dies kann bei Beschluss und Nutzung eines genehmigten Kapitals zu Abwehrzwecken im Ergebnis bejaht werden.³⁹

v) **Erwerb eigener Aktien**

Der Rückkauf eigener Aktien wird in den USA sowohl zur allgemeinen Prävention als auch ad hoc zur Abwehr aktueller Übernahmeveruche eingesetzt. Mit dem Einsatz dieser Verteidigungsmaßnahme kann der Kurs einer Aktie so in die Höhe getrieben werden, dass eine Übernahme unattraktiv wird die Zahl der für einen Angreifer erreichbaren Stücke verringert werden. Die so erworbenen Aktien können anschließend bei befreundeten Investoren platziert werden.⁴⁰

Beim Angriff auf eine deutsche Gesellschaft kann das Instrument von dieser nur mit einem sehr viel geringeren Wirkungsgrad als Verteidigungsmittel eingesetzt werden, da hier der Erwerb eigener Aktien weiterhin nur in den engen und abschließenden Grenzen des § 71 AktG möglich ist, d.h. insbesondere, dass eine Obergrenze von maximal zehn Prozent des Grundkapitals besteht. Einsatzmöglichkeiten und Effizienz des Erwerbs eigener Aktien als Verteidigungsinstrument werden hierdurch deutlich limitiert, trotzdem sollte die kurstreibende Wirkung und der Effekt der Umplatzierung nicht unterschätzt werden.

vi) **Wechselseitige Beteiligungen**

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

Nach deutschem Recht sind wechselseitige Beteiligungen grundsätzlich zulässig⁴¹ und mit unterschiedlicher Zielsetzung bei etablierten Gesellschaften implementiert, unterliegen aber Restriktionen in Hinblick auf die Beteiligungshöhe und der Ausübbarkeit des Stimmrechts. Verflechtungen, bei denen keines der beiden Unternehmen mehr als 25 Prozent des Kapitals des jeweils anderen hält, sind unproblematisch und nicht Gegenstand besonderer Regelungen. Demgegenüber greift bei sogenannten einfachen wechselseitigen Beteiligungen i.S.d. § 19 AktG, bei denen beide Unternehmen jeweils mehr als 25 Prozent der Anteile des anderen halten, gleichzeitig aber keine Abhängigkeit/Beherrschung i.S.d. § 17 AktG⁴² vorliegt, die Regelung des § 328 AktG ein.⁴³ Im Falle der Beherrschung eines Unternehmens durch ein anderes i.S.d. § 17 AktG unterliegt die beherrschte Gesellschaft den Restriktionen der §§ 71d, 71 AktG, d.h. das beherrschte Unternehmen darf Aktien des herrschenden nur erwerben, wenn und soweit das herrschende zum Erwerb eigener Aktien ermächtigt wäre.⁴⁴

³⁸ BGHZ 125, 239 ff. *Bungert*, NJW 1998, S. 488, 491. Kritisch, *Lutter*, JZ 1998, S. 50 ff.

³⁹ Näher hierzu *Schanz* (Fn. 2), S. 768[???]. A.A. *Marquardt*, WiB 1994, S. 537, 541.

⁴⁰ *Michalski*, AG 1997, S. 152, 154; *Schlitt* in MünchKomm-AktG, § 33 WpÜG RdNr. 91 ff.

⁴¹ Vgl. § 19 AktG.

⁴² Nach dem gegenwärtigen Stand von Rechtsprechung und Schrifttum ist der Abhängigkeitstatbestand des § 17 erfüllt, wenn sich ein rechtlich selbständiges Unternehmen aus seiner Perspektive in der Lage befindet, dass ein anderes Unternehmen beherrschenden Einfluss ausüben kann. Die tatsächliche Ausübung des Einflusses ist nicht erforderlich, es genügt vielmehr die Möglichkeit mittelbarer Einflussnahme, sofern diese beständig, umfassend und gesellschaftsrechtlich fundiert ist. *Hüffer*, AktG, § 17 RdNr. 4 ff. Von einem nach § 16 I AktG in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen wird nach § 17 II AktG vermutet, dass es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist.

⁴³ Näher hierzu *Schanz* (Fn. 2), S. 772[???].

⁴⁴ *Klein*, NJW 1997, S. 2085, 2089.

vii) Ausgabe von Belegschaftsaktien

Als begleitende Maßnahme bietet sich auch die Möglichkeit der Platzierung von Aktien bei Mitarbeitern bzw. die Ausgabe von Bezugsrechten an diese, wobei hier aber schon aufgrund deren Finanzkraft, aber auch in rechtlicher Hinsicht enge Grenzen gesetzt sind. So ist die Ausgabe von Aktien an Arbeitnehmer der Gesellschaft auf der Basis eines genehmigten Kapitals nach § 202 IV AktG nur insoweit zulässig, als dies in Art und Umfang angemessen ist. Erfolgt eine Ausgabe von Bezugsrechten auf der Basis eines bedingten Kapitals nach § 192 II Nr. 3 AktG, so ist dies nur gegen Einlage von Geldforderungen möglich, die den Mitarbeitern aus einer ihnen eingeräumten Gewinnbeteiligung zustehen.⁴⁵

e) Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen

Im Falle eines konkreten Angriffs geht es zum einen um die Umsetzung der präventiven Maßnahmen im Rahmen der spezifischen (gesetzlicher und sonstiger) Vorgaben. Die Suche nach einem White Knight ist sowohl unter dem Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG als auch dem Europäischen Verhinderungsverbot zulässig. Dies umfasst auch das Recht, dem konkurrierenden Anbieter unter den allgemeinen Voraussetzungen eine Due Diligence zu ermöglichen⁴⁶, wobei dies wohl regelmäßig unter dem Vorbehalt steht, dass auch der Erstbieter, d.h. der Angreifer Einblick erhält.⁴⁷ Eine Subventionierung eines Konkurrenzangebots, z.B. durch Überlassung von Aktien zu einem niedrigen Preis, ist demgegenüber unzulässig.⁴⁸

Zum anderen kann der Vorstand jederzeit während einer Übernahmeschlacht die Hauptversammlung zwecks Herbeiführung konkreter strukturändernder Beschlüsse zur Abwehr eines Bieters einberufen, wenn dies bis dahin versäumt worden ist bzw. aus anderen Gründen nicht möglich war. Das WpÜG erkennt diese Abwehrstrategie ausdrücklich an.

i) Verkauf und Zukauf von Aktiva

Zu den - insbesondere in den USA und Großbritannien beliebten - Abwehrstrategien gehört der Verkauf von Vermögensgegenständen, die für den Angreifer besonders attraktiv sind.⁴⁹ In Deutschland stellen solche Maßnahmen entweder mangels Eignung kein wirksames Abwehrmittel dar oder begegnen rechtlichen Bedenken.⁵⁰

Über den Zukauf von Vermögensgegenständen kann zum einen ein hoher Liquiditätsbestand abgebaut bzw. durch potentiell unattraktivere Aktiva ersetzt werden. Zum anderen können Sachverhalte geschaffen werden, die einer kartellrechtlichen Genehmigung der Übernahme durch den Angreifer entgegenstehen würden. Auch eine solche Strategie dürfte hier nur in seltenen Fällen die Attraktivität einer Gesellschaft senken und gleichzeitig mit den Pflichten des Vorstands zur Förderung des Unternehmenswohls vereinbar sein. Abgesehen von den zeitlichen Problemen ihrer Durchführung besteht für den Übernehmer immer die Möglichkeit einer Rückabwicklung, wenngleich eine solche Kosten verursachen mag. Im Falle kartellrechtlicher Probleme kann er mit den Kartellbehörden Vereinbarungen treffen, in deren Rahmen er sich zum Verkauf kartellrechtlich sensibler Bereiche verpflichtet.⁵¹

ii) Gegenangriff auf den Bieter

⁴⁵ Vgl. hierzu *Hüffer*, AktG, § 192 RdNr. 15; *W. Richter* in *Semler/Volhard* (Hrsg.), *Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen*, § 52 RdNr. 123 ff.

⁴⁶ Vgl. *Schanz*, a.a.O., S. 251.

⁴⁷ *Ekkenga* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 33 RdNr. 54.

⁴⁸ Das Verbot erfasst aber nicht die Zahlung von Honoraren an Berater und anderen Kosten der Suche nach einem White Knight. *Schlitt* in *MünchKomm-AktG*, § 33 WpÜG RdNr. 161. Zur – wohl von der jeweiligen Ausgestaltung und Höhe abhängigen – Zulässigkeit und Offenlegungspflicht von sogenannten „inducement fees“ oder „break up fees“ vgl. *Hopt*, ECLR – Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, S. 333, 361 ff.

⁴⁹ Vgl. hierzu *Falkenhausen* in *Lutter* (Hrsg.), *Festschrift Stiefel*, S. 163, 185;

⁵⁰ Vgl. hierzu auch *Hauschka/Roth*, AG 1988, S. 181, 191; *Schlitt* in *MünchKomm-AktG*, § 33 WpÜG RdNr. 98 ff.

⁵¹ Vgl. hierzu *Hauschka/Roth*, AG 1988, S. 181, 192; *Assmann/Bozenhardt*, ZGR Sonderheft 9, S. 1, 147.

Die Zielgesellschaft kann auch versuchen, ihrerseits den unerwünschten Bieter zu übernehmen.⁵² Diese, soweit ersichtlich in Deutschland noch nicht praktizierte Strategie dürfte schon infolge des hierzu erforderlichen Kapitalbedarfs nur in Ausnahmefällen praktikabel sein. In rechtlicher Hinsicht werden die Rahmenbedingungen für eine solche Strategie durch §§ 19, 328 AktG gesetzt, wonach bei wechselseitigen Beteiligungen über jeweils 25 Prozent ein Unternehmen Rechte aus Aktien an einem anderen Unternehmen nur bis zu einer Grenze von 25 Prozent ausüben kann, sobald ihm das Bestehen der wechselseitigen Beteiligung bekannt geworden ist. Nach § 328 I und II AktG wird die Gesellschaft privilegiert, die als erste die Mitteilung nach §§ 20 f. AktG macht, vorausgesetzt, sie weiß noch nicht, dass das andere Unternehmen mehr als 25 Prozent seiner Aktien hält.⁵³ Außerdem ist ein abhängiges Unternehmen beim Kauf von Aktien des beherrschenden Unternehmens den Beschränkungen der §§ 71d, 71 II AktG unterworfen.

iii) Green Mailing

Im deutschen Recht sind dem Versuch, den Angreifer durch geldwerte Leistungen von seinem Vorhaben abzubringen, enge Grenzen gesetzt. So ist nach § 71 I Nr. 8 AktG der Rückkauf eigener Aktien, die dieser hält, auf maximal zehn Prozent begrenzt. Dem Rückerwerb zu einem Preisaufschlag steht § 57 I und III AktG entgegen.

iv) Stellungnahmen der Verwaltung und Werbemaßnahmen

Darüber hinaus können Vorstand und Aufsichtsrat versuchen, die von ihnen nach § 27 WpÜG verlangte Stellungnahme zum Angebot für Abwehrzwecke zu nutzen. Dabei haben sie bei ihren Ausführungen nicht nur das Wohl des Unternehmens, sondern auch die Gegenleistung sowie die Interessen der Anteilseigner und anderer betroffener Interessengruppen einzubeziehen. Wenngleich die Stellungnahmen klaren inhaltlichen Vorgaben, vor allem dem Verbot unwahrer bzw. manipulativer Aussagen unterliegen, darf ihre Bedeutung nicht unterschätzt werden, zumal sie von Informations- und Sympathiekampagnen begleitet werden können.

5) Sonstige Rechtsfragen

§ 33 WpÜG enthält lediglich ein passives Verhinderungsverbot, nach dem der Vorstand Maßnahmen zu unterlassen hat, die den Erfolg des Angebots verhindern können. Eine Verpflichtung zur aktiven Förderung lässt sich hieraus aber nicht ableiten. So ist eine Zielgesellschaft grundsätzlich auch nicht verpflichtet, einem Bieter im Falle einer feindlichen Übernahme im Rahmen einer Due Diligence Einblick in das Unternehmen zu gewähren.⁵⁴ Dies stellt sich aber anders dar, wenn die Gesellschaft einem konkurrierenden Bieter Informationen zur Verfügung stellt. Hier gebietet der kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz unabhängig von der Frage, ob der Bieter schon Aktionär ist⁵⁵ oder nicht, dass auch der Angreifer auf Verlangen Einblick erhält⁵⁶, sofern die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen für eine Offenlegung der Informationen vorliegen. Hieran kann es fehlen, wenn der Angreifer die Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung verweigert oder ein Konkurrenzunternehmen der Zielgesellschaft ist.⁵⁷

⁵² Sogenannte „Pac Man-Defense“; *Ekkenga* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 33 RdNr. 119.

⁵³ *Hauschka/Roth*, AG 1988, S. 181, 194.

⁵⁴ *Hopt*, ZGR 2002, S. 333, 358; *Schlitt* in *MünchKomm-AktG*, § 33 WpÜG RdNr. 159.

⁵⁵ Dann gilt auch der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 3 I WpÜG.

⁵⁶ *Str. Ekkenga* in *Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, § 33 RdNr. 54; *Schlitt* in *MünchKomm-AktG*, § 33 WpÜG RdNr. 159 jeweils m.w.N.; *Hopt*, ZGR 2002, S. 333, 358; *Hirte*, ZGR 2002, S. 623, 640; a.A. *H. Assmann*, ZGR 2002, S. 697, 708.

⁵⁷ Näher hierzu *H. Fleischer*, ZIP 2002, S. 651, 654 f.; *K. Liekefett*, AG 2005, S. 802 ff.; *Schlitt*, a.a.O., § 33 WpÜG RdNr. 303; *Hirte* in *KöKomm-WpÜG*, § 33 RdNr. 77;