

# Inhaltsverzeichnis

|  |    |
|--|----|
| §1 EINLEITUNG.....   | 1  |
| § 2 BEGRIFFSBESTIMMUNG UND PROBLEMSTELLUNG.....  | 5  |
| 1. Der Begriff der "Unternehmensübernahme".....  | 5  |
| 2. Der Begriff "feindliche Übernahme".....   | 5  |
| 3. Die "unkoordinierte Übernahme".....   | 8  |
| 4. Untersuchungsgegenstand.....  | 9  |
| 5. Negativabgrenzung.....  | 10 |
| § 3 DIE UNTERNEHMENSÜBERNAHME IN DEUTSCHLAND.....  | n  |
| 1. Darstellung der Entwicklung und des<br>Stellenwerts unkoordinierter Übernahmen.....                           | 11 |
| 2. Ablauf von Unternehmensübernahmen.....  | 15 |
| 3. Motive für unkoordinierte Unternehmensübernahmea.....   | 17 |
| 4. Die Beteiligten und ihre Interessen.....  | 19 |
| a) Der Übernehmer.....   | 19 |
| b) Die Anteilseigner der Zielgesellschaft.....   | 20 |
| c) Das Management der Zielgesellschaft.....  | 24 |
| d) Die Anteilseigner des Übernehmers.....  | 26 |
| e) Die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft.....  | 27 |
| f) Die Zielgesellschaft.....   | 28 |
| g) Die beteiligten Banken.....   | 28 |
| 5. Beurteilung der einzel- und gesamtwirtschaftlichen<br>Bedeutung von unkoordinierten Untemehmensübemahmen..... | 29 |
| a) Der Markt für Unternehmenskontrolle.....  | 29 |

|            |   |           |
|------------|---|-----------|
| b)         | Argumente gegen ein Funktionieren<br>des Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland.....                | 33        |
| aa)        | Überschätzte Markttransparenz .....   | 33        |
| bb)        | Finanzierbarkeit.....   | 34        |
| cc)        | Zielauswahl.....  | 34        |
| dd)        | Managementsanktionierung .....  | 35        |
| ee)        | Überschätzte Rationalität.....  | 36        |
| ff)        | Deutsche Besonderheiten.....  | 36        |
| c)         | Auswirkungen von Unternehmensübernahmen.....  | 37        |
| <b>6.</b>  | <b>Charakterisierung des typischen Zielunternehmens.....</b>  | <b>42</b> |
| <b>7.</b>  | <b>Bisherige Übernahmen bzw. Übernahmeversuche<br/>in Deutschland.....</b>                                    | <b>44</b> |
| a)         | Feldmühle Nobel AG.....   | 45        |
| b)         | Continental AG.....   | 46        |
| <b>§ 4</b> | <b>DIE UNKOORDINIerte ÜBERNAHME<br/>EINER AKTIENGESELLSCHAFT.....</b>   | <b>49</b> |
| <b>1.</b>  | <b>Der rechtliche Rahmen für Übernahmeversuche .....</b>  | <b>49</b> |
| a)         | Regelungen des Gesellschafts- und Konzernrechts.....  | 49        |
| b)         | Leitsätze der Börsensachverständigenkommission .....  | 49        |
| c)         | Notwendigkeit eines Regelungsmodells.....   | 53        |
| d)         | Verschiedene Ansätze zum Schutz der Aktionäre.....  | 54        |
| e)         | Reichweite des Konzernrechts und die<br>zu beachtenden Grundsätze.....  | 57        |
| f)         | Eigener Ansatz eines Regelungsmodells.....  | 59        |
| g)         | Die Informationspflichten des Übernehmers einer<br>Gesellschaft im Wege einer unkoordinierten Übernahme ..... | 66        |
| <b>2.</b>  | <b>Ablauf der Übernahme und die jeweiligen Pflichten<br/>des Übernehmers.....</b>                             | <b>70</b> |
| a)         | Langsamer Aufkauf über die Börse (creeping-takeover).....   | 70        |
| b)         | Paketkauf außerhalb der Börse.....  | 74        |
| c)         | Öffentliche Übernahmeangebote (tender offers).....  | 74        |
| d)         | Verhaltenspflichten des Übernehmers.....  | 79        |
| aa)        | Der maßgebliche Zeitpunkt.....  | 79        |
| bb)        | Inhalt der Pflichten.....   | 81        |

|  |     |
|--|-----|
| aaa) Abgabe des Angebots.....  | 81  |
| bbb) Inhalt des Angebots.....  | 81  |
| aaaa) Preis.....   | 81  |
| bbbb) Angebotsmenge.....   | 82  |
| cccc) Laufzeit des Angebots.....   | 83  |
| dddd) Rücktritt.....   | 84  |
| eeee) Sonstige Mindestanforderungen.....   | 84  |
| cc) Konkurrenzangebote.....  | 86  |
| dd) Schadensersatzpflicht des Übernehmers.....                                       | 87  |
| d) Pflichten des übernehmenden Managements<br>gegenüber dem eigenen Unternehmen..... | 88  |
| aa) Das übernehmende Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft.....                    | 88  |
| bb) Das übernehmende Unternehmen ist eine GmbH.....                                  | 100 |
| 3. <b>Flankierende Maßnahmen</b> .....   | 101 |
| a) Abberufung und Neubesetzung des Aufsichtsrats.....                                | 102 |
| b) Abberufung und Neubesetzung des Vorstands.....                                    | 106 |
| 4. <b>Der Management-Buy-Out als Sonderform der Übernahme</b> .....                  | 108 |
| § 5 DIE FINANZIERUNG VON ÜBERNAHMEN.....   | 117 |
| 1. <b>Finanzierungsmöglichkeiten einer AG</b> .....                                  | 117 |
| a) Finanzierung durch erarbeitete Mittel.....  | 117 |
| aa) Selbstfinanzierung.....  | 117 |
| bb) Verflüssigungsfinanzierung.....  | 118 |
| b) Außenfinanzierung.....  | 118 |
| aa) Beteiligungsfinanzierung.....  | 119 |
| aaa) Kapitalerhöhung und Ausgabe von neuen Aktien.....                               | 119 |
| bbb) Eignung der Beteiligungsfinanzierung.....                                       | 119 |
| ccc) Übernahme gegen den Tausch von Aktien.....                                      | 120 |
| bb) Mischformen.....   | 121 |
| aaa) Wandelschuldverschreibung.....  | 122 |
| bbb) Optionsanleihe.....   | 122 |
| ccc) Eignung der Mischformen.....  | 122 |
| cc) Fremdfinanzierung.....   | 123 |
| aaa) Bankkredit.....   | 123 |
| bbb) Schuldscheindarlehen.....   | 124 |

|   |            |
|---|------------|
| ccc) Anleihenemission.....  | 124        |
| <b>2. Finanzierungsmöglichkeiten einer GmbH.....</b>  | <b>125</b> |
| <b>3. Sonderformen der Finanzierung.....</b>  | <b>126</b> |
| a) Leveraged Buy-Out.....   | 126        |
| b) Ausgabe von Junk-Bonds.....  | 135        |
| <b>§ 6 ABWEHRMASSNAHMEN VON AKTIENGESELLSCHAFTEN.....</b>   | <b>139</b> |
| <b>1. Die generelle Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen.....</b>   | <b>139</b> |
| <b>2. Prophylaktische Maßnahmen (Vorbeugungsmaßnahmen).....</b>   | <b>149</b> |
| a) Maßnahmen der Hauptversammlung.....  | 149        |
| aa) Höchststimmrechte nach § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG.....  | 149        |
| bb) Ausgabe vinkulierter Namensaktien.....  | 158        |
| cc) Schaffung verschiedener Aktiengattungen.....  | 161        |
| dd) Genehmigtes Kapital unter Ausschluß<br>des Bezugsrechts.....  | 164        |
| ee) Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen<br>und Dedingte Kapitalerhöhung.....                                      | 167        |
| ff) Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien (§§ 139 ff. AktG).....   | 168        |
| gg) Verankerung der Kapitalherabsetzung für<br>den Fall eines Übernahmeversuchs.....                                  | 169        |
| hh) Erwerbsverbote.....   | 171        |
| ü) Entsendungsrechte in den Aufsichtsrat nach § 101 Abs. 2 AktG.....  | 171        |
| jj) Bestimmung anderer Mehrheiten für die<br>Aufsichtsratswahl nach § 133 Abs. 2 AktG.....                            | 172        |
| kk) Zeitliche Fächerung der Bestellzeiten des Aufsichtsrats<br>oder des Vorstands (staggered-board-Bestimmungen)..... | 173        |
| ll) Bestimmung qualifizierter Mehrheiten<br>des Aufsichtsrats bei Personalentscheidungen.....                         | 173        |
| mm) Satzungsmäßige Verankerung besonderer "persönlicher<br>Voraussetzungen" für die Aufsichtsratsmitglieder.....      | 174        |
| b) Maßnahmen des Vorstands.....   | 175        |
| aa) Ankauf eigener Aktien.....  | 175        |
| bb) Mitarbeiterabwehrfonds.....   | 178        |
| cc) Gegenseitige Beteiligungen.....   | 179        |
| dd) Ausgabe besonderer Vorzugstitel.....  | 180        |
| aaa) Flip-over-Bestimmungen.....  | 180        |

|  |            |
|--|------------|
| bbb) Flip-in-Bestimmungen.....   | 181        |
| ccc) Back-end-Bestimmungen____:  | 181        |
| ddd) Einführung besonderer Stimmrechte.....  | 182        |
| eee) Ausgabe von Aktien mit Vorzugsrechtea.....  | 182        |
| ee) Allgemeine Geschäfts- und Dividendenpolitik.....   | 183        |
| c) Andere Maßnahmen.....   | 184        |
| aa) Vinkulierung durch Konsortialverträge.....   | 184        |
| bb) Zusammenarbeit mit Dritten.....  | 185        |
| aaa) Rein vertragliche Lösungen.....   | 185        |
| bbb) Gesellschaftsrechtliche Lösungen.....   | 186        |
| <b>3. Direkte Abwehr von Übernahmeversuchen</b>  |            |
| <b>(Verteidigungsmaßnahmen).....</b>   | <b>187</b> |
| a) Empfehlungen an die Aktionäre.....  | 187        |
| b) Ausnutzung genehmigten Kapitals.....  | 188        |
| c) Ausschluß von Aktionären  |            |
| durch Kapitalherabsetzung.....   | 188        |
| d) Einschaltung eines "White Knight".....  | 188        |
| e) Gegenangebote.....  | 190        |
| f) Kurzfristiger Zukauf von anderen Unternehmen und Beteiligungen....                                    | 192        |
| g) Kurzfristiger Verkauf von Vermögensgegenständen ("Crown-jewels")....                                  | 193        |
| h) Abfindungsversprechungen zugunsten ausscheidender Mitglieder der Verwaltung der Zielgesellschaft..... | 194        |
| <b>§ 7 DIE RECHTSLAGE IN GROSSBRITANNIEN.....</b>  | <b>195</b> |
| <b>1. Die Bedeutung von unkoordinierten Übernahmen</b>   |            |
| <b>in Großbritannien.....</b>  | <b>195</b> |
| <b>2. Unternehmensübernahmen betreffende Regelungen</b>  |            |
| <b>des britischen Rechts.....</b>  | <b>195</b> |
| a) Allgemeine Regelungen.....  | 195        |
| b) Der City Code on Mergers and Acquisitions.....  | 196        |
| aa) General Priciples.....   | 197        |
| bb) Die Rules.....   | 197        |
| aaa) Das Übernahmeverfahren.....   | 197        |
| bbb) Inhalt des Angebots.....  | 198        |
| aaaa) Laufzeit.....  | 198        |

|   |            |
|---|------------|
| bbbb) Angebotspreis.....  | 198        |
| cccc) Die Angebotspflicht.....  | 199        |
| dddd) Teilangebote.....   | 199        |
| ccc) Maßnahmen der Abwehr gegen unkoordinierte Übernahmen....                           | 199        |
| ddd) Der Panel on Takeovers and Mergers.....  | 200        |
| <b>§ 8 DIE EG-ÜBERNAHMERICHTLINIE .....</b>   | <b>203</b> |
| <b>1. Entstehungsgeschichte.....</b>  | <b>203</b> |
| <b>2. Inhalt.....</b>   | <b>205</b> |
| a) Anwendungsbereich (Artikel 1).....   | 205        |
| b) Das Übernahmeangebot.....  | 207        |
| aa) Die Verpflichtung, ein Angebot abzugeben.....                                       | 207        |
| bb) Ausnahmen von der Angebotspflicht.....  | 209        |
| cc) Inhalt des Angebots (Artikel 10).....   | 210        |
| dd) Unterrichtungspflichten des Bieters (Artikel 7).....                                | 214        |
| ee) Die Mittel der Offenlegung der Angebotsunterlage (Artikel 11).....                  | 214        |
| ff) Annahmezeitraum (Artikel 12).....   | 214        |
| gg) Änderung des Angebots.....  | 215        |
| aaa) Gewillkürte Änderung des Angebots (Artikel 15).....                                | 215        |
| bbb) Automatische Änderung des Angebots (Artikel 16).....                               | 215        |
| hh) Rücknahme oder Nichtigkeit des Angebots (Artikel 13).....                           | 216        |
| ii) Konkurrierende Angebote (Artikel 20).....   | 216        |
| c) Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft.....                         | 217        |
| aa) Beschränkung der Befugnisse<br>der Verwaltung der Zielgesellschaft (Artikel 8)..... | 217        |
| bb) Pflicht des Vorstands zur Abgabe<br>einer Stellungnahme (Artikel 14).....           | 218        |
| cc) Mitteilungspflichten des Vorstands des Zielunternehmens<br>(Artikel 19).....        | 219        |
| d) Die Aufsichtsbehörde.....  | 219        |
| aa) Aufgaben der Aufsichtsbehörde (Artikel 6).....                                      | 219        |
| bb) Die von der Aufsichtsbehörde zu beachtenden Grundsätze<br>(Artikel 6a).....         | 220        |
| aaa) Gleichbehandlungsgebot.....  | 220        |
| bbb) Sicherung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre.....                             | 221        |
| ccc) Zurückhaltungspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft.....                      | 222        |

|  |            |
|--|------------|
| ddd) Pflichten der Beteiligten .....   | 222        |
| eee) Sicherung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft .....                 | 222        |
| cc) Weisungs- und Anordnungsrechte der Aufsichtsbehörde .....                    | 222        |
| dd) Informationsrechte der Aufsichtsbehörde .....                                | 223        |
| e) Umsetzung der Richtlinie .....  | 224        |
| <b>3. Auswirkungen auf das deutsche Recht .....</b>                              | <b>225</b> |
| a) Die Grundsätze des Artikel 6a .....   | 225        |
| aa) Gleichbehandlungsgrundsatz .....   | 225        |
| bb) Sicherung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre .....                      | 226        |
| cc) Pflicht des Vorstands zur Zurückhaltung .....                                | 226        |
| dd) Vermeidung von Marktverzerrungen .....                                       | 226        |
| ee) Sicherung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft .....                  | 227        |
| b) Pflichten der Beteiligten .....   | 227        |
| aa) Zwangsangebot .....  | 227        |
| bb) Verfahren .....  | 227        |
| c) Aufsichtsbehörde .....  | 228        |
| <b>4. Kritik an der Richtlinie .....</b>   | <b>228</b> |
| a) Notwendigkeit einer einheitlichen Regelung .....                              | 228        |
| b) Angebotspflicht .....   | 229        |
| c) Aufsichtsbehörde .....  | 234        |
| d) Regelungen zur Rücknahme des Angebotes .....                                  | 237        |
| e) Änderungen des Angebots .....   | 238        |
| <b>§ 9 DIE ROLLE DER BANKEN BEI DER DURCHFÜHRUNG UND ABWEHR</b>                  |            |
| <b>UNKOORDINierter ÜBERNAHMEN .....</b>  | <b>241</b> |
| <b>1. Die Stellung der Banken in der deutschen Wirtschaft im allgemeinen ...</b> | <b>241</b> |
| <b>2. Die Bedeutung der Banken für den Übernehmer .....</b>                      | <b>242</b> |
| <b>3. Bedeutung der Banken für die Zielgesellschaft .....</b>                    | <b>245</b> |
| <b>4. Fazit .....</b>  | <b>246</b> |
| <b>§10 ERGEBNISSE DER ARBEIT .....</b>   | <b>247</b> |
| <b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>  | <b>255</b> |