Fabian Schumann, Bochum*

Die Pflichten des Vorstandes bei einem feindlichen Übernahmeangebot

Unternehmensübernahmen sind nicht nur wirtschaftliche Großereignisse, sondern stellen auch in rechtlicher Hinsicht eine Herkulesaufgabe dar. Insbesondere sog. feindliche Übernahmeangebote führen zu der Frage, wie der Vorstand einer Zielgesellschaft sich fortan zu verhalten hat. Schließlich hat dieser als Leitungsorgan gerade in Zeiten der Übernahme diverse Interessen zu berücksichtigen. Dieser bisher ungelöste Interessenkonflikt ist das grundsätzliche Problem, das sich hinter der konkreten Pflichtenregelung des § 33 Abs. 1 WpÜG verbirgt und zu Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich der Auslegung dieser Regelung führt. Ziel dieser Studienarbeit ist es, mithilfe methodischer Analyse aufzuzeigen, dass Übernahmeangebote den Handlungsspielraum des Vorstandes nicht i.S.e. strikten Neutralitätspflicht beschneiden, sondern eine angemessene Interessenabwägung verlangen.

A. Einführung

Nichts im Leben ist umsonst – erst recht nicht im Börsenrecht. Aktiengesellschaften haben für die aus der Börsennotierung entspringenden Vorteile einen hohen Preis zu zahlen. Schließlich werden sie mit der Börsenführung grundsätzlich der Gefahr einer „feindlichen Übernahme" ausgesetzt.[1] Somit hat sich eine Aktiengesellschaft[2] bzw. ihr Leitungsorgan in einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung einem Wettbewerb[3] zu stellen, dessen Maxime auch überspitzt formuliert als *„fressen oder gefressen werden"* bezeichnet werden kann.

Haben im angloamerikanischen Rechtskreis die Fragen der *takeovers* schon vor längerer Zeit den Weg ins Gesetz gefunden,[4] so führten in Kontinentaleuropa erst die Unternehmensübernahmen der letzten zwei Jahrzehnte zu Diskussionen in Rechtsprechung und Literatur und veranlassten nationalen wie supranationalen Gesetzgeber, die Übernahmepraxis gesetzlich zu regulieren.[5] Aus deutscher

* Stud. iur. *Fabian Schumann* studiert im neunten Semester Rechtswissenschaft an der Ruhr-Universität Bochum. Der Beitrag basiert auf einer mit 16 Punkten bewerteten Studienarbeit, die im Wintersemester 2012/2013 im Schwerpunktbereich „Unternehmen und Wettbewerb" bei Prof. Dr. *Andrea Lohse* erstellt wurde.

1 *Schanz*, Verteidigungsmechanismen gegen feindliche Übernahmen nach Umsetzung der Übernahmerichtlinie im deutschen Recht, NZG 2007, 927 (927).

2 Als *pars pro toto* für eine Zielgesellschaft i.S.d. § 2 Abs. 3 WpÜG.

3 Zum Unternehmenskontrollmarkt *Lohse*, Unternehmerisches Ermessen – Zu den Aufgaben und Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat, 2005, S. 27 f.; *Adams*, Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer, AG 1990, 243 (244); *Meier-Schatz*, Managermacht und Marktkontrolle: Bemerkungen zur amerikanischen Debatte um Übernahmeangebot und Markt für Unternehmenskontrolle, ZHR 149 (1985), 76 (93 ff.).

4 Vgl. *Emmerich/Habersack*, Konzernrecht, 9. Aufl. 2008, § 9a Rn. 2.

5 *Merkt/Binder*, Änderungen im Übernahmerecht nach Umsetzung der EG-Übernahmerichtlinie: Das deutsche Umsetzungsgesetz und verbleibende Problemfelder, BB 2006, 1285 (1285 ff.); *Seibt*,

Sicht wirkten die zum Teil als „Übernahmeschlachten" bezeichneten Fälle wie *Krupp/Thyssen*[6] und *Mannesmann/Vodafone*[7] als regelrechte Katalysatoren des übernahmerechtlichen Kodifizierungsprozesses. *De lege lata* ist das am 01.01.2002 in Kraft getretene WpÜG[8] die gesetzliche Grundlage für die Übernahme börsennotierter Gesellschaften.[9]

Das WpÜG verfolgt als Umsetzung[10] der Übernahmerichtlinie[11] das Ziel eines europäischen Markts für Unternehmensübernahmen (*level playing field*)[12] und offenbart Leitlinien für ein faires und geordnetes Angebotsverfahren, ohne Unternehmensübernahmen zu fördern oder zu verhindern. Es soll Information und Transparenz für die betroffenen Wertpapierinhaber und Arbeitnehmer verbessern, die rechtliche Stellung von Minderheitsaktionären stärken und sich an internationalen Standards orientieren.[13] Dabei weist es einen Querschnittscharakter auf, da es sowohl kapitalmarktrechtliche als auch gesellschaftsrechtliche Pflichten enthält.[14] So hat der Vorstand einer Zielgesellschaft das Gleichbehandlungsgebot des § 3 Abs. 1 WpÜG und die Interessensbindung des § 3 Abs. 3 WpÜG zu beachten, die neben das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG) bzw. das der Wahrung der Gesellschaftsinteressen durch eigenverantwortliche Leitung (§§ 76 Abs. 1, 93 AktG) treten. Gerade diese Verhaltensanforderungen sind von Interesse, da hier Wertungsprobleme und Zielkonflikte zwischen Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht auftreten.

Schließlich geht von einem Übernahmeangebot eine einschneidende Wirkung aus, die mehr als nur ein kleiner Ausschnitt aus dem Leben einer Gesellschaft ist und insbesondere auf die Handlungspflichten des Leitungsorgans ausstrahlt.[15] Daher fokussiert sich diese Untersuchung auf die Pflichten des Vorstandes einer Zielgesellschaft bei einem feindlichen Übernahmeangebot nach § 33 Abs. 1 WpÜG und die Rechtsfolgen einer Verletzung dieser Pflichten.[16] Analog § 33 Abs. 1 WpÜG ist auf die Zeit nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots[17] (§ 10 Abs. 1 WpÜG) bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG abzustellen. Um das Übernahmerecht in Gänze zu erfassen, ist auch auf § 33 Abs. 2 WpÜG[18] und die europarechtliche Wahlmöglichkeit der §§ 33a ff. WpÜG kurz und prägnant einzugehen; zumal diese Normen Rückschlüsse auf die Auslegung des § 33 Abs. 1 WpÜG zulassen.[19] Bevor die Pflichten (C.) und die Rechtsfolgen (D.) untersucht werden und sodann eine Zusammenfassung samt Ausblick (E.) erfolgt, soll die spezielle Übernahmesituation (B.) kurz angerissen werden.

B. Unternehmensübernahmen und Interessenkonflikte

Die klassische Übernahme[20] i.S.d. WpÜG erfolgt durch Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots (*tender offer*) durch einen Bieter an sämtliche Aktionäre einer börsennotierten Zielgesellschaft.[21] Eine Übernahme liegt vor, wenn die durch Kauf (*cash tender offer*) oder Umtausch (*exchange offer*) erworbenen Aktien zahlenmäßig die Kontrolle der Hauptversammlung und damit mittelbar der Gesellschaft ermöglichen.[22] Die daraus folgende Abhängigkeit der Zielgesellschaft ist vor allem für Minderheitsaktionäre gefährlich.[23]

Ein feindliches Übernahmeangebot ist – im Gegensatz zu einem freundlichen – nicht mit dem Vorstand der Zielgesellschaft abgestimmt.[24] Obwohl selbst die zuständige Bundesaufsichtsbehörde der Anziehungskraft des anglo-amerikanischen Begriffs „*hostile takeover*" erlegen ist,[25] ist die Wortwahl nicht allzu ernst zu nehmen,[26] denn sie verlei-

Verhaltenspflichten und Handlungsoptionen der Leitungs- und Aufsichtsorgane in Übernahmesituationen, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 2011, 148 (160; 185).

6 Siehe hierzu *Schilling*, Takeover, Treupflicht & Shareholder Value, BB 1997, 1909 (1909 ff.).

7 Dazu *Lohse* (Fn. 3), S. 17 ff.; *Burgard*, Kapitalmarktrechtliche Lehren aus der Übernahme Vodafone-Mannesmann, WM 2000, 611 (611 f.).

8 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001 (BGBl. I 2001, S. 3822), zuletzt geändert durch Artikel 2 Abs. 46 des Gesetzes vom 22.12.2011 (BGBl. I 2011, S. 3044).

9 Zur Genese des WpÜG *Winter/Harbarth*, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, ZIP 2002, 1 (1 ff.).

10 Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 08.07.2006 (BGBl. I 2006, S. 1426).

11 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EU 2004 L 142/12.

12 *Denzel*, Die Neutralitätspflicht im europäischen Übernahmerecht – Ein Vergleich mit dem US-amerikanischen System der Modified Business Judgement Rule, 2005, S. 2; *Merkt/Binder* (Fn. 5), BB 2006, 1285 (1286).

13 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 27 f.

14 *Hopt*, 50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht: Rückblick und Ausblick, WM 2009, 1873 (1875 f.).

15 *Drygala*, Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, ZIP 2001, 1861 (1867); dagegen *Merkt*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001), 224 (225 f.).

16 Zur Genese des § 33 WpÜG *Hirte*, in: Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 33 Rn. 5.

17 Zu den erfassten Angeboten *Hirte*, Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, ZGR 2002, 623 (625 f.).

18 Kritik an § 33 Abs. 2 WpÜG bei *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1865).

19 Instruktiv *Wolf*, Der Mythos „Neutralitätspflicht" nach dem Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz, ZIP 2008, 300 (300 ff.).

20 Weitere Übernahmeformen bei *Meier-Schatz* (Fn. 3), ZHR 149 (1985), 76 (79).

21 Vgl. *Meier-Schatz* (Fn. 3), ZHR 149 (1985), 76 (78 f.).

22 Siehe *Denzel* (Fn. 12), S. 5; *Krause*, Das neue Übernahmerecht, NJW 2002, 705 (706).

23 Vgl. *Emmerich/Habersack* (Fn. 4), § 9a Rn. 1, ferner § 1 Rn. 23 ff.

24 Kritisch dazu *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (160).

25 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Jahresbericht 2010 vom 06.06.2011, S. 223, vgl. http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2010.html (zuletzt besucht am 21.07.2013).

26 Vgl. *Emmerich/Habersack* (Fn. 4), § 9a Rn. 2.

tet zu dem Irrglauben, dass feindliche Übernahmeangebote generell negativ zu bewerten seien. Dies gilt allein deshalb nicht, weil es nicht Sache des Vorstandes ist, Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu nehmen.[27] Als feindlich ist vielmehr die Haltung des Vorstandes der Zielgesellschaft gegenüber dem Bieter zu verstehen.[28]

Schließlich führen feindliche Übernahmeangebote zu Interessenkonflikten des Vorstandes, da dieser sowohl die Aktionärsinteressen (*shareholder*) als auch das Unternehmensinteresse und sonstige Interessen (*stakeholder*) berücksichtigen muss. Man stelle sich einen Fall vor, in dem die grundsätzlich an bestmöglicher Nutzung des Aktienwertes interessierte Aktionärsschaft[29] für die Annahme eines feindlichen Angebots stimmt, jedoch der Vorstand dieses eigentlich aus Gründen des auf Selbständigkeit ausgerichteten Unternehmensinteresses[30] ablehnen will bzw. muss. Überdies spielen die persönlichen Interessen der einzelnen Vorstandsmitglieder eine wichtige Rolle, da Leitungsorgane im Falle feindlicher Übernahmen häufig komplett neu (im Sinne des Bieters) besetzt werden.[31] Dieser bisher ungelöste Interessenkonflikt ist das wahre Problem des deutschen und europäischen Übernahmerechts und steht hinter der Diskussion um das Bestehen einer (wie auch immer zu qualifizierenden) Neutralitätspflicht des Vorstandes in Zeiten der Übernahme. Im folgenden Abschnitt (C.) werden die Pflichten des Vorstandes beispielhaft skizziert (C. I., II.), um mit den daraus gezogenen Wertungen und mithilfe methodischer Analyse die Neutralitäts- bzw. Interessenfrage zu lösen (C. III.).

C. Pflichten des Vorstandes einer Zielgesellschaft

Der allgemeine aktienrechtliche Pflichtenmaßstab für Vorstandsmitglieder nach § 93 Abs. 1 S. 1 AktG wird durch das übernahmerechtliche Verhinderungsverbot nach § 33 WpÜG während der Übernahmephase lediglich ergänzt und modifiziert, nicht aber suspendiert.[32] Allgemeine kapitalmarktrechtliche Pflichten und Verbote[33] wie das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG, die Mitteilungspflichten nach §§ 15, 15a WpHG[34] und das Verbot der Kursmanipulation nach § 20a WpHG sind auch und gerade in der Übernahmesituation zu beachten, sollen hier jedoch ebenso wenig wie die übernahmerechtliche Informationspflicht des § 10 Abs. 5 S. 2 WpÜG und die Pflicht zur Stellungnahme nach § 27 WpÜG[35] vertieft werden. Im Fokus der Untersuchung steht vielmehr das Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG, auf dessen Grundlage die Neutralitätspflicht diskutiert wird.

I. Verhinderungsverbot nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG

Der Vorstand[36] darf gemäß § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots keine Handlungen mehr vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Es wird gerade auf solche Handlungen abgestellt, die zur Verhinderung des Angebotserfolgs führen könnten. Es erfolgt eine objektive Bestimmung,[37] sodass es keiner subjektiven Verhinderungsabsicht bedarf.[38] Zudem genügt eine objektive Eignung zur Verhinderung, sodass es unerheblich ist, ob die Handlung das Übernahmeangebot wirklich verhindert hat oder nicht.[39] Als unzulässig anzusehen sind damit Maßnahmen, die eine eigene Entscheidung der Aktionäre über das Angebot verhindern könnten.[40] Die folgende nicht abschließende Aufzählung[41] soll erste Berührungspunkte setzen, mithilfe derer sich das dahinter stehende Problem der Neutralitätspflicht des Vorstandes besser erfassen lässt.

Maßnahmen, die vom Verbot des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG erfasst sein können, weil sie generell geeignet[42] sind, den Erfolg eines Übernahmeangebots zu verhindern, sind insbesondere Kapitalmaßnahmen wie Kapitalerhöhungen,[43] wesentliche sich negativ auf das Rating auswirkende Fi-

27 *Hopt*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: Schneider/Hommelhoff/K. Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, 2001, 1361 (1376); einschränkend *Bayer*, Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, ZGR 2002, 588 (598 f.); *Kort*, Rechte und Pflichten des Vorstands einer Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, in: Schneider/Hommelhoff/K. Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, 2011, 1421 (1427 f.); *Maier-Reimer*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR 165 (2001), 258 (259).

28 *Denzel* (Fn. 12), S. 13.

29 Vgl. *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (236) m.w.N.

30 Siehe dazu *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (166).

31 Vgl. *Krause*, Zur „Pool- und Frontenbildung" im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmaßnahmen gegen „feindliche" Übernahmeangebote, AG 2000, 217 (218 f.).

32 *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (149; 162); ebenso *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1399); zu Vor- und Nachwirkungen *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (626 f.).

33 Monographisch *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht – Haftung von Emittenten, Bietern, Organwaltern und Marktintermediären – Grundlagen, Systematik, Einzelfragen, 2008.

34 Siehe zu § 15 WpHG *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (265).

35 Siehe zu § 27 WpÜG *Kort*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1421 (1438); *Schneider*, Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebots, AG 2002, 125 (128).

36 Zur Frage der Anwendbarkeit auf andere Organe *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (628 f.); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (11 f.).

37 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 57.

38 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 57.

39 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 57.

40 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 57.

41 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 57 f.; *Denzel* (Fn. 12), S. 17.

42 Vgl. zur Ablehnung eines *per-se*-Verbots *Altmeppen*, Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, ZIP 2001, 1073 (1077).

43 Vgl. *Bayer* (Fn. 27), ZGR 2002, 588 (594 f.); *Kort*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1421 (1430).

nanzstrukturänderungen (*poison debts*),[44] die Ausgabe besonderer Vorzugstitel (*poison pills*),[45] die Ausgabe neuer Aktien[46] oder der Erwerb eigener Aktien.[47] Gleiches gilt für organisatorische Maßnahmen wie die Errichtung von Abwehrholdings,[48] Abfindungsversprechen für ausscheidende Organmitglieder (*golden parachutes*),[49] die Beendigung eines Beherrschungsvertrages,[50] Vereinbarungen, dass Vertragspartner bei einem Kontrollwechsel kündigen können (*change of control*)[51] oder gestaffelte Amtszeiten der Organmitglieder (*staggered boards*).[52] Zudem sind strategische Maßnahmen wie Sympathiekampagnen im Zuge der Stellungnahme nach § 27 WpÜG,[53] die Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände (*crown jewel defense*),[54] die Initiierung eines Gegenangriffs (*pac man defense*)[55] sowie der Erwerb von Unternehmen (*defensive acquisitions*) zur Herbeiführung kartellrechtlicher Probleme (*antitrust defense*) erfasst.[56] Allerdings finden die meisten dieser Maßnahmen in Deutschland entweder kaum Anwendung oder sind bereits nach allgemeinem Aktienrecht unzulässig.[57]

Den Angebotserfolg relativierende Maßnahmen sind hingegen erlaubt, da ansonsten an sich zulässige Handlungen wie etwa Werbemaßnahmen nach § 28 WpÜG[58] oder ablehnende Stellungnahmen nach § 27 WpÜG[59] verboten wären, obwohl die Letztentscheidungskompetenz bei den Aktionären verbleibt.[60] Da dies nicht der Wille des Gesetzes ist, darf der Vorstand sich argumentativ zur Wehr setzen,[61] versuchen, die Aktionäre von einer Angebotsablehnung zu überzeugen,[62] die Angemessenheit der gebotenen Gegenleistung kommentieren,[63] Informationsveranstaltungen für Großaktionäre (*road shows*) abhalten[64] oder die Kartellbehörden bei Verstößen gegen das GWB informieren.[65]

II. Ausnahmen vom Verhinderungsverbot

Eine Durchbrechung erfährt das Verhinderungsverbot durch die Ausnahmetatbestände des § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG. Davon unberührt bleiben jedoch sowohl das aktienrechtliche Kompetenzgefüge[66] als auch die aktienrechtliche Pflichtenbindung des Vorstandes.[67]

1. Hypothetischer Drittvergleich

Nach § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 1 WpÜG darf der Vorstand solche Handlungen vornehmen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, welche nicht Zielgesellschaft ist, vorgenommen hätte.[68] Diese Ausnahme konkretisiert das allgemein in § 3 Abs. 3, 4 WpÜG fundierte Interesse der Zielgesellschaft, ihren Geschäftsbetrieb auch während der Übernahmephase aufrechtzuerhalten.[69] Der Vorstand muss nämlich immer mit einem Scheitern des Angebots rechnen und beachten, dass der Gesellschaft nicht notwendige und nützliche Geschäftschancen entgehen.[70]

Zunächst muss die Handlung dem Maßstab eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters entsprechen, wobei sich das Gesetz bewusst an die parallelen aktienrechtlichen Formulierungen (insbesondere §§ 93 Abs. 1 S. 1, 317 Abs. 2 AktG) anlehnt,[71] weshalb auf den dazu entwickelten Diskussionsstand zurückzugreifen ist.[72] Bei

44 *Bürgers/Israel*, in: Bürgers/Körber, Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl. 2011, Anh. § 76 / § 33 WpÜG Rn. 4.

45 *Denzel* (Fn. 12), S. 62 f.; zur praktischen Ungeeignetheit *Bayer* (Fn. 27), ZGR 2002, 588 (592); *Krause*, Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, AG 2002, 133 (135); im *Hochtief/CAS*-Fall von der BaFin abgelehnt, vgl. BaFin, Jahresbericht 2010 vom 06.06.2011 (Fn. 25), S. 223.

46 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 57; differenzierend *Kort*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1421 (1429); a.A. *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (269).

47 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; *Bayer* (Fn. 27), ZGR 2002, 588 (593); zum sog. *green mailing* vgl. *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (932).

48 *Bayer* (Fn. 27), ZGR 2002, 588 (597).

49 Kritsch *Bayer* (Fn. 27), ZGR 2002, 588 (597); beachte §§ 289 Abs. 4, 315 Abs. 4 HGB.

50 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (631); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (272).

51 *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1389).

52 *Bayer* (Fn. 27), ZGR 2002, 588 (591); kritisch *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (251).

53 Vgl. dazu *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (932).

54 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; zur praktischen Ungeeignetheit *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1388); *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (932); kritisch *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (268 f.).

55 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2011, § 16 Rn. 621; zur praktischen Ungeeignetheit *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1389 f.); *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (932); a.A. *Bürgers/Israel*, in: Bürgers/Körber (Fn. 44), Anh. § 76 / § 33 WpÜG Rn. 4.

56 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; beachte § 40 Abs. 3 S. 1 GWB.

57 *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (930); *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (185).

58 Vgl. LG Düsseldorf, AG 2000, 233 (234); *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1863); kritisch *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (248) m.w.N. in Fn. 116.

59 Vgl. *Hopt*, in FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1366; 1380; 1388); *Krause* (Fn. 31), AG 2000, 217 (220).

60 *Denzel* (Fn. 12), S. 17.

61 *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1863); *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (633) m.w.N.

62 *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (261 f.).

63 Vgl. *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1381).

64 LG Düsseldorf, AG 2000, 233 (234); *Krause* (Fn. 31), AG 2000, 217 (220).

65 Vgl. *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1389).

66 *Hopt*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002), 383 (425 ff.); *Krause* (Fn. 45), AG 2002, 133 (136).

67 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (638); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (265 f.); *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (225 f.); kritisch *Wolf* (Fn. 19), ZIP 2008, 300 (300).

68 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; *Krause* (Fn. 22), NJW 2002, 705 (712); kritisch *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1865 ff.).

69 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; *Hirte*, in: Kölner-KommWpÜG (Fn. 16), § 33 Rn. 66; differenzierter *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (7).

70 *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (5).

71 Begr. RegE WpÜG, BR-Drs. 574/01, S. 143; vgl. zudem §§ 93 Abs. 2 S. 2, 53 S. 3, 92 Abs. 2 S. 2, 309 Abs. 1, 2 S. 2 AktG.

72 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58.

dem hypothetischen Drittvergleich[73] ist jedoch der Interessenkonflikt des Vorstandes der Zielgesellschaft zu berücksichtigen.[74] Entgegen des Wortlauts, der darauf hindeutet, die Handlung hätte tatsächlich auch vom Geschäftsleiter einer angebotsfreien Gesellschaft vorgenommen werden müssen,[75] ist es vielmehr wie im Aktienrecht ausreichend,[76] dass dieser sie im Rahmen des ihm eröffneten Ermessens hätte vornehmen dürfen.[77] Hierzu zählt gerade die Aufrechterhaltung des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs,[78] wie er nach Art und Umfang vor dem Übernahmeangebot bestand.[79] Der Handlungsfreiraum bemisst sich nach der in der *ARAG*-Entscheidung des Bundesgerichtshofes (BGH)[80] anerkannten und nunmehr in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG kodifizierten[81] *business judgment rule*.[82] Dagegen spricht auch nicht der durch das Übernahmeangebot bewirkte Interessenkonflikt[83] des Vorstandes, da das Gesetz das Vorliegens eines Übernahmeangebots ausblendet[84] und an Entscheidungen anknüpft, die zu einer Zeit getroffen werden, als es an einer Interessenkollision noch fehlte.[85]

Somit steht dem Vorstand ein unternehmerisches Ermessen nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG zu,[86] wobei er nicht eigenständig Maßnahmen ergreifen darf, die der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen, in die Kompetenz der Hauptversammlung fallen oder die Gesellschaft schädigen.[87] Der Gesetzgeber billigt, dass dieser weite Entscheidungsfreiraum das Verhinderungsverbot des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG konterkariert,[88] da letzteres zu einem Konflikt mit dem Unternehmensinteresse führen könnte und dieser i.S.e. Vorrangs des Unternehmensinteresses aufzulösen sei.[89]

Jedoch darf das Übernahmeangebot nicht der Anlass für die Abwehrhandlung sein, was sich im Umkehrschluss aus § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG ergibt, der für anlassbezogene Maßnahmen die Zustimmung des Aufsichtsrates erfordert.[90] Die Handlungen sind nicht auf die gewöhnliche Geschäftstätigkeit beschränkt, was sich im Umkehrschluss aus § 33a Abs. 2 Nr. 2 WpÜG ergibt. Ist die fehlende Anlassbezogenheit bei gewöhnlichen Geschäften meist evident, kommt es bei außergewöhnlichen Geschäften darauf an, dass diese sich im Rahmen der bereits vor Bekanntwerden des Angebots eingeschlagenen, hinreichend verlautbarten und konkretisierten Unternehmensstrategie bewegen.[91] Hierzu zählt z.B. die Ausübung einer dem Vorstand allgemein erteilten Ermächtigung, etwa zum Rückerwerb eigener Aktien.[92] Allerdings ist bei außergewöhnlichen Handlungen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte, nach Ziffer 3.7 Abs. 2 des Deutschen Corporate Governance Kodex eine Zustimmung des Aufsichtsrats einzuholen, welche jedoch meist schon nach § 111 Abs. 4 S. 2 AktG oder § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG einzuholen sein wird.[93] Im Ergebnis kann der Vorstand somit Maßnahmen durchführen, die zwar nicht abwehrgerichtet, aber abwehrwirksam sind.[94]

2. Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot

§ 33 Abs. 1 S. 2 Var. 2 WpÜG erlaubt dem Vorstand die Suche nach einem konkurrierenden Angebot (*white knight*).[95] Der Vorstand kann zwar unterstützend tätig werden,[96] darf jedoch nicht das Konkurrenzangebot subventionieren.[97] Das Einspringen eines weiteren Bieters verhindert zwar nicht die Übernahme als solche, ermöglicht aber den Aktionären die Wahl zwischen mehreren Erwerbsangeboten und steigert durch den damit einhergehenden Wettbewerbsdruck die Chance auf attraktive Konditionen.[98] Daher kann aus teleologischen Gründen in der Suche nach einem konkurrierenden Angebot eine Ausnahme von dem Verbot des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG nicht gesehen werden.[99] Vielmehr ist § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 2 WpÜG keine Verteidigungsmaßnahme,[100] sondern stellt klar, dass, obwohl das Einspringen des Konkurrenten wie kaum eine an-

73 Kritisch *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (635); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (6).

74 Vgl. *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1865 ff.); *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (635).

75 Mit Bedenken hinsichtlich der Beweisbarkeit *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (634).

76 Vgl. zu § 317 Abs. 2 AktG *Emmerich/Habersack* (Fn. 4), § 25 Rn. 15.

77 Vgl. *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (635); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (6).

78 *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (266).

79 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; *Krause* (Fn. 22), NJW 2002, 705 (712).

80 BGHZ 135, 244 (253) (ARAG).

81 Vgl. RegE UMAG BT-Drs. 15/5092, S. 11; instruktiv *von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008, S. 913 ff.

82 Monographisch *Lohse* (Fn. 3), insbesondere S. 37 ff.

83 *Hopt*, Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, ZGR 1993, 534 (546 ff.); a.A. *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (7).

84 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58.

85 *Bürgers/Holzborn*, Haftungsrisiken der Organe einer Zielgesellschaft im Übernahmefall, insbesondere am Beispiel einer Abwehrkapitalerhöhung, ZIP 2003, 2273 (2275); kritisch *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1867); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (7).

86 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (635); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (6 f.).

87 *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 33 WpÜG Rn. 14.

88 Vgl. *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1867).

89 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58.

90 Vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 27.

91 Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 58; *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1865 f.); *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (636 f.); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (6 f.).

92 *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (7 f.); a.A. *Bayer* (Fn. 27), ZGR 2002, 588 (616 f.).

93 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (637).

94 *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 14.

95 Zum Zeitproblem *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (4 f.).

96 Vgl. *Bürgers/Israel*, in: Bürgers/Körber (Fn. 44), Anh. § 76 § 33 WpÜG Rn. 4.

97 *Krause* (Fn. 45), AG 2002, 133 (139); *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (932).

98 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58.

99 *Hopt* (Fn. 83), ZGR 1993, 534 (557); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (3 f.).

100 Vgl. *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1383); *Hopt* (Fn. 83), ZGR 1993, 534 (557).

dere Maßnahme sonst geeignet sein kann, das Erstangebot zu vereiteln,[101] keine Vereitelung im Rechtssinne vorliegt.[102] Dementsprechend gestattet sogar das strengere europäische Verhinderungsverbot die Suche nach einem konkurrierenden Angebot, § 33a Abs. 2 S. 2 Nr. 4 WpÜG.[103]

Jedoch hat der Vorstand auch im Rahmen dieser Ausnahme die aktienrechtlichen Verhaltenspflichten zu beachten, sodass er bei der Suche nach einem *white knight* sowohl das Aktionärsinteresse als auch das Unternehmensinteresse beachten muss. *In concreto* muss die Übernahme durch den konkurrierenden Bieter aus Sicht der Gesellschaft der Übernahme durch den Erstbieter zumindest gleichwertig sein.[104] Auch die Zulässigkeit der Weitergabe von Informationen an den Zweitbieter beurteilt sich nach allgemeinem Aktien- und Kapitalmarktrecht.[105] Der Vorstand ist zur grundsätzlichen Bietergleichbehandlung verpflichtet,[106] sodass im Regelfall Erst- wie Zweitbieter die Durchführung einer *due-diligence*-Prüfung im Rahmen der Verschwiegenheitspflicht des § 93 Abs. 1 S. 3 AktG gestattet werden muss.[107] Verbleibt die Letztentscheidungskompetenz[108] somit im Aktionärskreis, fällt die Suche nach einem konkurrierenden Angebot *e contrario* nicht unter die *Holzmüller*-Rechtsprechung des BGH,[109] da nicht in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre eingegriffen wird.[110] Im *Holzmüller*-Urteil hatte der BGH nämlich eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit anerkannt, sofern der Vorstand erhebliche Strukturänderungen vornehmen will.[111]

3. Zustimmung durch Aufsichtsrat

Nach der erst gegen Ende des Gesetzgebungsverfahrens aufgenommenen[112] und umstrittenen[113] Ausnahme des § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG sind Handlungen des Vorstandes erlaubt, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat.[114] Während § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 1 WpÜG sich auf bereits eingeleitete Geschäftshandlungen bezieht, erfasst Var. 3 gerade durch das Angebot veranlasste Abwehrmaßnahmen, wie etwa die Abgabe eines Gegenangebots auf die Aktien des Bieters (*pac man defense*).[115] Zeitlich wird auf die Phase nach Bekanntwerden des Angebots abgestellt, sodass kein Vergleich mit dem Zustand ohne Angebot erfolgt. Zum Teil wird Var. 3 im Hinblick auf Art. 14 GG für verfassungswidrig gehalten,[116] da bei einem feindlichen Übernahmeversuch *qua* Aufsichtsratszustimmung an der Hauptversammlung vorbei Abwehrmaßnahmen ergriffen werden, die weder zum laufenden Geschäft zählen noch von der bisherigen Unternehmensstrategie gedeckt sind. Hierdurch wird ohne Befassung der Hauptversammlung als Plenum der Aktionärsschaft abrupt die Unternehmensausrichtung gewechselt und in das Recht des Aktionärs auf Veräußerung der Aktien eingegriffen.[117] Der Aufsichtsrat nimmt eine dem AktG fremde Rolle als „Quasi-Hauptversammlung" ein,[118] obwohl er insbesondere wegen der qualifizierten Mitbestimmung nach dem MitbestG 1976 längst nicht mehr als Aktionärsausschuss zu verstehen ist.[119]

Deshalb muss der übernahmetypische Interessenkonflikt des Vorstandes im Rahmen der *business judgment rule* beachtet werden, sodass der Vorstand eine Interessenabwägung durchführen muss, in der dem besonderen Interesse der Aktionäre an einer eigenen Entscheidung über das Angebot ein qualifiziertes Unternehmensinteresse gegenüberzustellen ist.[120] Zudem berührt § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG nicht das Kompetenzgefüge des AktG, sodass in ihr keine Ermächtigung zum Alleinhandeln von Vorstand und Aufsichtsrat angelegt ist.[121] Sofern eine Maßnahme nach aktienrechtlichen Regeln in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fällt, können und dürfen Vorstand und Aufsichtsrat darüber nicht hinweggehen.[122] Somit darf der Vorstand aus Gründen des Übernahmekampfes nicht eigenmächtig die Beteiligungsstruktur i.S.d. *Holzmüller-/Gelatine*-Urteils[123] wesentlich verändern, da dies eine Mitwirkung der Hauptversammlung voraussetzt, vgl. § 33 Abs. 2 WpÜG. Die Zustimmung muss nach dem Gesetzeswortlaut vor Ergreifen der Maßnahme vorliegen, sodass eine nachträgliche Billigung durch den Aufsichtsrat ausscheidet.[124] Generalermächtigungen sind aus Gründen einer effektiven Kontrolle des Vorstandshandelns unzulässig.[125]

101 Vgl. *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (638).

102 *Emmerich/Habersack* (Fn. 4), § 9a Rn. 21.

103 *Wolf* (Fn. 19), ZIP 2008, 300 (302 f.).

104 Vgl. *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (639); *Schneider* (Fn. 35), AG 2002, 125 (129).

105 *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1384); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (264).

106 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (640); a.A. *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (264).

107 Begr. RegE, BT-Drs. 14/7034, S. 58; *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1384); kritisch *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (932); a.A. *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (178).

108 *Denzel* (Fn. 12), S. 115; *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (4).

109 BGHZ 83, 122 (122 ff.) (Holzmüller).

110 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (639); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (5).

111 BGHZ 83, 122 (122 ff.) (Holzmüller); bestätigt durch BGHZ 159, 30 (30 ff.) (Gelatine I).

112 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drs. 14/7477, S. 26, 53.

113 *Hopt*, Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, 333 (360 f.); *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 17; a.A. *Schneider* (Fn. 35), AG 2002, 125 (129).

114 Siehe dazu *Krause* (Fn. 22), NJW 2002, 705 (712).

115 A.A. *Bürgers/Israel*, in: Bürgers/Körber (Fn. 44), Anh. § 76 / § 33 WpÜG Rn. 4.

116 *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (8); a.A. *Schneider* (Fn. 35), AG 2002, 125 (129).

117 Zu europarechtlichen Bedenken *Denzel* (Fn. 12), S. 117 f.

118 Vgl. *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1382).

119 *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2001, 1 (8); zur Arbeitnehmermitbestimmung BVerfGE 40, 290 (342); kritisch *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (250).

120 Vgl. *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (642); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (9 ff.).

121 *Krause* (Fn. 22), NJW 2002, 705 (712).

122 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drs. 14/7477, S. 53.

123 BGHZ 83, 122 (122 ff.) (Holzmüller); BGHZ 159, 30 (30 ff.) (Gelatine I).

124 *Bürgers/Israel*, in: Bürgers/Körber (Fn. 44), Anh. § 76 / § 33 WpÜG Rn. 7.

125 *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (8).

III. Neutralitätspflicht

Die Diskussion hinsichtlich der einzelnen Ausnahmen zu § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG resultiert aus dessen umstrittener dogmatischer Einordnung. Von der Vermeidung eines Interessenkonflikts[126] über die Stärkung der verbandsexternen Managementkontrolle durch einen Unternehmenskontrollmarkt[127] bis hin zur Wahrung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre hinsichtlich der eingeräumten Veräußerungsmöglichkeit[128] und damit letztlich deren originärer Entscheidungsfreiheit,[129] variieren die möglichen Sinngebungen.[130] Vielfach werden diese unter dem Begriff einer Neutralitätspflicht ins Feld geführt.[131]

Der abstrakte Begriff der Neutralitätspflicht (synonym „Stillhaltegebot"[132]) ist jedoch irreführend.[133] Es geht nämlich für den Vorstand nicht um ein grundsätzlich neutrales Verhalten, sondern darum, die Übernahme nicht zu vereiteln.[134] Darf der Vorstand somit die den Gesellschaftern eingeräumten Veräußerungsmöglichkeiten nicht blockieren, besteht für ihn eine Unterlassungspflicht bezüglich solcher Handlungen, die den Erfolg des Übernahmeangebots verhindern könnten, weshalb man von einem Verhinderungs- oder Vereitelungsverbot sprechen sollte.[135] Von einer erheblichen Einschränkung der Handlungsspielräume des Vorstandes kann jedoch nicht gesprochen werden.[136] Vielmehr ergibt bereits eine Auslegung des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG, dass eine abgeschwächte Neutralitätspflicht gefordert ist, die einen angemessenen Interessenausgleich bewerkstelligt.[137]

1. Wörtliche Auslegung

Ein erster Blick auf den eindeutigen Wortlaut („[…] darf der Vorstand der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen […]") des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG deutet auf eine strenge Neutralitätspflicht hin.

2. Historische Auslegung

In historischer Hinsicht sprechen jedoch sowohl die Gesetzgebungsgeschichte des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG als auch die damit eng verbundene Europäische Übernahmerichtlinie gegen eine strenge Neutralitätspflicht.[138] In einem früheren Gesetzgebungsstadium favorisierte Deutschland bezüglich § 33 WpÜG eine uneingeschränkte Neutralitätspflicht,[139] lockerte diese jedoch später bewusst auf, um den Handlungsspielraum des Vorstandes nicht übermäßig zu verengen.[140]

Wie das ihr als Vorbild dienende britische Modell der freiwilligen Selbstregulierung durch den *City Code on Takeovers and Mergers*[141] sieht die Europäische Übernahmerichtlinie[142] in Art. 9 zwar eine strenge Neutralitätspflicht vor,[143] ermöglicht aber im Rahmen eines *Opt-Out/Opt-In*-Modells in Art. 12 den Mitgliedstaaten, diese Pflicht nicht als zwingendes Rechts auszugestalten, sondern ihre Anwendung ins Ermessen der Gesellschaften zu stellen.[144] Deutschland hat bei der Umsetzung bewusst von dem *Opt-Out*-Recht Gebrauch gemacht[145] und ermöglicht den Emittenten nach § 33a WpÜG in der Satzung ein „Europäisches Verhinderungsverbot" einzuführen, das gemäß § 33c WpÜG unter einen Gegenseitigkeitsvorbehalt gestellt werden kann.[146] Ein über § 33 WpÜG hinausgehendes europäisches Verhinderungsverbot wurde gerade nicht zwingendes Recht. Sofern Gesellschaften von der Möglichkeit des *Opt-In* keinen Gebrauch machen, bleibt für sie weiterhin § 33 WpÜG maßgeblich. Diese „deutsche Übernahmelösung" sieht jedoch gerade keine strenge Neutralitätspflicht vor.

3. Systematische Auslegung

Einem strengen Verständnis der Neutralitätspflicht stehen die drei Ausnahmetatbestände des S. 2 entgegen,[147] die den in § 3 Abs. 4 S. 2 WpÜG formulierten Grundsatz, dass die Zielgesellschaft nicht über einen angemessenen Zeitraum hinaus in ihrer Geschäftstätigkeit benachteiligt werden darf, konkretisieren.[148] Ebenso ist Abs. 2 als vierte Ausnahme zu verstehen, da hiernach die Hauptversammlung den Vorstand zur Durchführung von Verteidigungsmaßnahmen per Vorratsbeschluss ermächtigen kann.[149] Zudem sprechen andere systematische Argumente wie die Pflicht zur Stellungnahme nach § 27 WpÜG oder die

126 *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (150).

127 *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 2. Aufl. 2008, § 33 WpÜG Rn. 11 m.w.N.

128 *Bürgers/Israel*, in: Bürgers/Körber (Fn. 44), Anh. § 76 / § 33 WpÜG Rn. 1.

129 Vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 57.

130 Vgl. *Heinrich*, Der weiße Ritter als Maßnahme zur Abwehr eines feindlichen Übernahmeangebots, 2009, S. 28.

131 Statt aller *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (1) m.w.N. in Fn. 5.

132 *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (243).

133 *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1863); *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (625); *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1363); *Möller/Pötzsch*, Das neue Übernahmerecht – Der Regierungsentwurf vom 11. Juli 2001, ZIP 2001, 1256 (1259).

134 Vgl. *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (260 ff.).

135 *Emmerich/Habersack* (Fn. 4), § 9b Rn. 2 (Verhinderungsverbot); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (260 ff.) (Vereitelungsverbot).

136 *Wolf* (Fn. 19), ZIP 2008, 300 (304); a.A. *Schanz* (Fn. 1), NZG 2007, 927 (927 ff.).

137 A.A. *Denzel* (Fn. 12), S. 166 ff.

138 Zu letzterem vgl. Begr. RegE ÜRLG, BT-Drs. 16/1003, S. 13.

139 Vgl. RefE des BMF zu § 33 Abs. 1 WpÜG, S. 141 ff.

140 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58.

141 Zum *General Principle 7* des *City Codes*: *Denzel* (Fn. 12), S. 107 ff.

142 Vgl. Fn. 11.

143 Dazu *Altmeppen* (Fn. 42), ZIP 2001, 1073 (1073 ff.); *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (224 ff.).

144 *Wolf* (Fn. 19), ZIP 2008, 300 (302).

145 Begr. RegE ÜRLG, BT-Drs. 16/1003, S. 13 f. und 19 f.

146 Dazu *Merkt/Binder* (Fn. 5), BB 2006, 1285 (1288).

147 Vgl. *Denzel* (Fn. 12), S. 17; *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (9).

148 *Hirte*, in: KölnerKomm WpÜG (Fn. 16), § 33 Rn. 1.

149 Siehe dazu *Denzel* (Fn. 12), S. 114.

Zulässigkeit von Werbung nach § 28 WpÜG gegen eine strenge Neutralitätspflicht i.S.e. „Stillhaltegebots", da insbesondere die Stellungnahme entweder positiv oder negativ, aber kaum neutral ausfallen wird.[150] Kann man letzten beiden Argumenten noch das systematische Gegenargument eines Umkehrschlusses entgegenhalten, sodass ansonsten eine strenge Neutralitätspflicht gilt, verdeutlicht insbesondere die europarechtliche Wahlmöglichkeit der §§ 33a ff. WpÜG, dass eine strenge Neutralitätspflicht im § 33 Abs. 1 WpÜG nicht angelegt ist.[151]

Sofern Gesellschaften nicht die Möglichkeit des *Opt-In* wählen, bleibt für sie weiterhin § 33 WpÜG maßgeblich. Jedoch beeinflusst die europäische Wahlmöglichkeit der §§ 33a ff. WpÜG die Auslegung des § 33 WpÜG maßgeblich. Diejenigen Verhaltensweisen, die von den strengeren[152] §§ 33a ff. WpÜG verboten werden, lassen sich *e contrario* nicht mehr in § 33 WpÜG hineinlesen. Andernfalls würde die gesetzgeberische Entscheidung konterkariert.[153]

4. Teleologische Auslegung

Ratio des Verhinderungsverbots des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG ist die Sicherstellung der Letztentscheidungskompetenz der Aktionäre,[154] die als Eigentümer des Unternehmens unter dem Schutz des Art. 14 GG stehen.[155] Existenzielle Maßnahmen wie der Verkauf des Unternehmens müssen durch die Anteilseigner entschieden werden.[156] Das Angebot bahnt eine vertragliche Rechtsbeziehung zwischen Bieter und Aktionär an, auf welche der Vorstand keinen Einfluss nehmen darf.[157] Insbesondere darf er nicht den Aktionären die Möglichkeit zum Verkauf ihrer Anteile zu einem attraktiven Preis nehmen.[158] Dies ist aber keine neue Erkenntnis, denn die Regierungsbegründung geht stillschweigend davon aus, dass ein aktienrechtliches Vereitelungsverbot unabhängig von § 33 WpÜG bereits nach geltendem Aktienrecht besteht, weil der Vorstand nach § 76 Abs. 1 AktG als Wahrer fremder Interessen zu einer uneigennützigen Handlungsweise verpflichtet sei.[159] Maßnahmen, die das Angebot vereiteln können, darf er deshalb nur ganz ausnahmsweise treffen, nämlich wenn und soweit die Gesellschaft durch das Unterlassen schwer geschädigt würde, etwa weil ihr eine unwiederbringliche Geschäftschance entgehen würde.[160] Eine einseitige Parteinahme zu seinen Gunsten oder zu Gunsten eines anderen Aktionärs ist ihm schon nach dem Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG ohne sachlich gerechtfertigten Grund untersagt.[161]

Die allgemeine aktienrechtliche Pflicht zum sorgfaltsgemäßen Handeln (§ 76 AktG) gilt somit auch während der Übernahmephase unverändert, wie § 3 Abs. 3 WpÜG klarstellt.[162] Der Vorstand schuldet auch in Zeiten der Übernahme keine ausschließliche Verfolgung von Aktionärsinteressen, sondern hat sein Handeln an dem Unternehmensinteresse als Inbegriff diverser Interessengruppen auszurichten.[163] Folglich ist eine Interessenabwägung sachgerechter als das Statuieren einer strikten Neutralitätspflicht,[164] denn Unternehmensübernahmen dürfen nicht danach entschieden werden, wer „als erstes sein Angebot aus dem Aktenkoffer zieht".[165] Dies verbietet bereits die weder fördernde noch verhindernde Haltung des Gesetzes.[166] Dagegen mag man anführen, dass die Letztentscheidungskompetenz im Falle einer strengen Neutralitätspflicht bei den Aktionären verbleibt. Allerdings werden diese nur selten fremde Interessen bei ihrer Entscheidung berücksichtigen.[167] Vielmehr ist es Aufgabe des Vorstandes nach § 76 Abs. 1 AktG als Wahrer fremder Interessen sämtliche Interessen i.S.e. praktischen Konkordanz zu berücksichtigen.[168]

5. Ergebnis

§ 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG enthält keine strenge Neutralitätspflicht,[169] sondern ist im Sinne *Hirtes*[170] wie folgt zu verstehen: „Der Vorstand darf (und muss) Farbe bekennen, aber keine Fakten schaffen".[171]

D. Rechtsfolgen

Ebenso wie die Pflichten ergeben sich die Rechtsfolgen aus Normen des WpÜG, AktG und des allgemeinen Zivilrechts, wobei die aktienrechtlichen Anfechtungsmög-

150 *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 10; aus praktischer Sicht *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (181).

151 Instruktiv *Wolf* (Fn. 19), ZIP 2008, 300 (302 ff.).

152 Vgl. *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), Vor § 33 WpÜG Rn. 2.

153 *Wolf* (Fn. 19), ZIP 2008, 300 (302 f.).

154 *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1863); *Hellgardt* (Fn. 33), S. 336.

155 BVerfG, ZIP 2000, 1670 ff.; ferner BVerfG, EuZW 1998, 279 (282 f.).

156 Vgl. § 13 UmwG, §§ 291 ff. AktG sowie BGHZ 83, 122 (122 ff.) (Holzmüller).

157 *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (260).

158 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (625).

159 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; ferner *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (245); *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1375); offengelassen in BGH, ZIP 2008, 218 (218 ff.).

160 *Altmeppen* (Fn. 42), ZIP 2001, 1073 (1077); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (266); dezidiert zur Gegenansicht *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (246).

161 BGH, ZIP 2008, 218 (219).

162 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 35.

163 *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (148 f.); Begr. RegE WpÜG, BR-Drs. 574/01, S. 83.

164 Ebenso *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1363).

165 Vgl. *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1863); *Kort*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1421 (1437).

166 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 28.

167 Zur rationalen Apathie *Hellgardt* (Fn. 33), S. 161.

168 Vgl. *Hopt* (Fn. 83), ZGR 1993, 534 (536); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (261).

169 Vgl. *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (1 ff.) (aufgeweichte Neutralitätspflicht).

170 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (625).

171 Vgl. *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1867); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (261 f.); differenzierend *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (248).

lichkeiten hier ausgenommen werden.[172] Für bürgerliche Streitigkeiten ist nach § 66 Abs. 1 S. 1 WpÜG unabhängig vom Streitwert das Landgericht sachlich zuständig, wobei sich die örtliche Zuständigkeit aus § 66 Abs. 1 S. 3 WpÜG ergibt. Für Verfahren wegen einer Ordnungswidrigkeit nach § 60 WpÜG ist das OLG Frankfurt am Main zuständig, § 62 Abs. 1 S. 1 WpÜG.

I. Ordnungswidrigkeit

§ 33 WpÜG ist als ein in ein öffentlich-rechtliches Gewand gekleidetes Verbot zu verstehen.[173] Nimmt ein Vorstandsmitglied vorsätzlich oder leichtfertig eine nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG verbotene Handlung vor, handelt es ordnungswidrig und muss mit einer Geldbuße bis zu einer Million Euro rechnen, § 60 Abs. 1 Nr. 8, Abs. 3 WpÜG.[174] Zuständige Verwaltungsbehörde ist nach § 61 WpÜG die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Der Verstoß muss sich jedoch unter den Wortlaut des § 33 Abs. 1 WpÜG subsumieren lassen, da das Analogieverbot aus Art. 103 Abs. 2 GG auch für Ordnungswidrigkeiten gilt, vgl. § 3 OWiG.[175] Auf das Einschreiten der BaFin haben Dritte keinen Anspruch.[176]

II. Unterlassungsanspruch

§ 33 WpÜG gewährt den Aktionären keinen Unterlassungsanspruch gegen den § 33 Abs. 1 WpÜG zuwiderhandelnden Vorstand.[177] Auch die Verletzung aktienrechtlicher Verhaltenspflichten löst keinen Unterlassungsanspruch gegenüber einem Vorstandsmitglied aus.[178]

Seit dem *Holzmüller*-Urteil des BGH[179] steht den Aktionären allerdings ein quasi-negatorischer Unterlassungsanspruch analog §§ 1004, 823 BGB zu,[180] sofern der Vorstand in den Kompetenzbereich der Hauptversammlung eingreift und hierdurch die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre verletzt.[181] Dieser Anspruch richtet sich aber gegen die Zielgesellschaft, der das Verhalten des Vorstandes nach § 31 BGB zuzurechnen ist, und kann nur von einer Aktionärsminderheit i.S.d. § 122 Abs. 2 AktG geltend gemacht werden.[182] Hierfür müsste § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG jedoch als Kompetenznorm ausgestaltet sein.

In einem früheren Gesetzgebungsabschnitt bedurften angebotsvereitelnde Handlungen des Vorstandes der Zustimmung der Hauptversammlung, sodass eine Kompetenznorm vorlag.[183] Der heutige § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG verzichtet jedoch auf einen Zustimmungsvorbehalt, weshalb eine Ansicht von einer Organpflicht i.S.d. § 76 AktG ausgeht.[184] Angesichts des weit gefassten Begriffs der Verhinderung i.S.d. § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG würde eine Kompetenznorm im Einzelfall zu schwierigen Abgrenzungsfragen führen, was mit dem strengen Kompetenzgefüge des AktG und der im Außenverhältnis unbeschränkbaren Vertretungsmacht des Vorstandes nach § 82 Abs. 1 AktG nicht vereinbar wäre.[185] In Zweifelsfällen würde dies zu einer Lähmung der Zielgesellschaft führen und der Intention des WpÜG widersprechen, das aktienrechtliche Kompetenzgefüge[186] und die aktienrechtliche Pflichtenbindung des Vorstandes[187] unberührt zu lassen.

Die Gegenansicht geht trotz geänderten Wortlauts aus systematischen wie rechtspolitischen Gründen von einer Kompetenznorm aus.[188] Im Gegensatz zu § 33 Abs. 1 WpÜG erfordert Abs. 2 eine Mitwirkung der Hauptversammlung, sodass dessen Normstruktur den Hauptversammlungsbeschlüssen eine Auffangfunktion hinsichtlich solcher Maßnahmen zuweist, die nicht von § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG legitimiert werden. Sei § 33 Abs. 2 WpÜG somit als Kompetenznorm zu verstehen, so müsse dies aufgrund systematischen Zusammenhangs auch für Abs. 1 gelten.[189] In rechtspolitischer Hinsicht spricht für ein solches Verständnis, dass dem Aktionär durch eine Unterlassungsklage die Nachteile kompensiert werden, die er durch die gesetzgeberische Stärkung des Vorstandes in der Übernahmesituation erlitten hat.[190]

Ungeachtet dessen sprechen sich jedoch auch die Verfechter einer Organpflicht im Falle strukturändernder Maßnahmen i.S.d. *Holzmüller-/Gelatine*-Rechtsprechung[191] für einen Unterlassungsanspruch der Aktionäre

172 Vgl. dazu *Hirte*, in: KölnerKomm WpÜG (Fn. 16), § 33 Rn. 138-144.

173 *Hirte*, in: KölnerKomm WpÜG (Fn. 16), § 33 Rn. 3.

174 Kritisch *Denzel* (Fn. 12), S. 223 f.

175 BVerfG, NStZ 1996, 192 (193) m.w.N.

176 Vgl. OLG Frankfurt am Main, ZIP 2003, 1251 (1251 f.).

177 LG Düsseldorf, AG 2000, 233 (234); ferner BGHZ 164, 241 (244) (Mangusta/Coba I); *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 46; a.A. *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (17).

178 *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (246).

179 BGHZ 83, 122 (134) (Holzmüller).

180 BGHZ 164, 249 (253) (Mangusta/Coba II).

181 Vgl. bereits *Knobbe-Keuk*, Das Klagerecht des Gesellschafters einer Kapitalgesellschaft wegen gesetz- und satzungswidriger Maßnahmen der Geschäftsführung, in: Flume/Raisch/Steindorff (Hrsg.), Festschrift für Kurt Ballerstedt zum 70. Geburtstag, 1975, 239 (251 ff.).

182 BGHZ 83, 122 (134) (Holzmüller); differenzierter *Habersack*, Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges Recht", 1996, S. 122.

183 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58; *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (246); *Möller/Pötzsch* (Fn. 133), ZIP 2001, 1256 (1259).

184 *Bürgers/Holzborn* (Fn. 85), ZIP 2003, 2273 (2274); *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1386); *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 18.

185 *Bürgers/Holzborn* (Fn. 85), ZIP 2003, 2273 (2274); *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 18.

186 *Hopt* (Fn. 66), ZHR 166 (2002), 383 (425 ff.); *Krause* (Fn. 35), AG 2002, 133 (136).

187 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (638); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (265 f.); *Merkt* (Fn. 15), ZHR 165 (2001), 224 (225 f.); kritisch *Wolf* (Fn. 19), ZIP 2008, 300 (300).

188 Vgl. *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (17); *Hirte*, in: KölnerKomm WpÜG (Fn. 16), § 33 Rn. 159; *Drygala* (Fn. 15), ZIP 2001, 1861 (1870).

189 *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (17).

190 Vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 58.

191 BGHZ 83, 122 (122 ff.) (Holzmüller); BGHZ 159, 30 (30 ff.) (Gelatine I).

aus, sodass die rechtliche Qualifikation des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG lediglich für die Frage nach der Wirksamkeit des pflichtwidrigen Vorstandshandelns im Außenverhältnis Bedeutung gewinnt. Hier ist dem Verständnis der erstgenannten Meinung zu folgen, wonach pflichtwidrig getroffene Rechtsgeschäfte im Außenverhältnis wirksam sind.[192] § 33 Abs. 1 WpÜG ändert nämlich nichts an der nach § 82 Abs. 1 AktG unbeschränkbaren Vertretungsmacht des Vorstandes im Außenverhältnis. Auch nach der *Holzmüller*-Rechtsprechung sind Maßnahmen im Außenverhältnis wirksam, die ohne Mitwirkung der zuständigen Hauptversammlung durchgeführt worden sind.[193]

Der Bieter hat unabhängig davon ob er bereits Aktionär der Zielgesellschaft ist oder nicht, keinen Unterlassungsanspruch aus § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG, da diese Pflicht den Bieter lediglich im Reflex begünstigt, aber keinen eigenen Anspruch verschafft.[194]

III. Schadensersatzansprüche

Hinsichtlich der Schadensersatzansprüche ist zwischen Ansprüchen aus dem Innen- und Außenverhältnis zu unterscheiden.

1. Innenverhältnis

Ein schuldhaft handelndes Vorstandsmitglied kann im Innenverhältnis sowohl gegenüber der Zielgesellschaft als auch unter engeren Voraussetzungen gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft haften.

a) Ansprüche der Zielgesellschaft

Verstößt ein Vorstandsmitglied gegen § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG, führt dies als Pflichtverletzung zu einem auf Ersatz der Abwehraufwendungen gerichteten Schadensersatzanspruch der Gesellschaft aus § 93 Abs. 2 S. 1 AktG.[195] Aktivlegitimiert sind der Aufsichtsrat (§ 112 AktG), die Hauptversammlung (§ 147 AktG) oder eine Aktionärsminderheit infolge eines Klagezulassungsverfahrens nach §§ 148 ff. AktG.[196] Der Vorstand hat nach § 93 Abs. 2 S. 2 AktG zu beweisen, dass sein Handeln nach § 33 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG legitimiert war. Selbst eine schadensstiftende Bestimmung durch einen vorsätzlich handelnden Mehrheitsaktionär befreit die Vorstandsmitglieder nicht von einer Haftung, wie § 117 Abs. 2 S. 1 AktG klarstellt. Deliktische Ansprüche, insbesondere aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. strafrechtlichen Schutzgesetzen und § 826 BGB, können im Einzelfall bestehen.

b) Ansprüche der Aktionäre

Ein Individualanspruch des Aktionärs gegen den Vorstand aus § 93 Abs. 2 AktG scheidet wegen dessen Wesen als Innenhaftungsanspruch gegenüber der Gesellschaft aus.[197] Auch eine Haftung aus § 823 Abs. 1 BGB wegen Eingriffs in das Mitgliedschaftsrecht als sonstiges Recht[198] ist bei Vereitelung einer Veräußerungschance zu verneinen.[199] Nur ausnahmsweise kann die Unterlassung einer nach dem AktG gebotenen Beschlussfassung (z. B. bei Änderung des Unternehmensgegenstandes oder Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände) einen Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB begründen.[200]

Mangels Schutzgesetzeigenschaft von § 33 WpÜG und § 60 Abs. 1 Nr. 8 WpÜG kommt eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB nicht in Betracht, da diese Normen lediglich einen Rechtsreflex zugunsten der Aktionäre darstellen, nicht aber Individualschutz hinsichtlich veräußerungswilliger Aktionäre bezwecken.[201] Anderer Ansicht nach sei zumindest § 33 WpÜG Schutzgesetz, da er den sich in einem Interessenkonflikt befindenden Vorstand auf die Interessen der Aktionäre festlegt und eine Schutzlücke im Kapitalmarktrecht schließen soll.[202]

In Missbrauchsfällen können Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. strafrechtlichen Schutzgesetzen oder aus § 826 BGB bestehen.[203] Der Aktionärsschaden besteht in der Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem unmittelbar nach dem Scheitern des Angebots am Sekundärmarkt erzielbaren Aktienkurs,[204] wobei die Aktionäre Ausgleich dieses Entwertungsschadens nur insoweit verlangen können, wie dieser den Schaden der Gesellschaft übertrifft (sog. Doppelschaden).[205]

2. Außenverhältnis

Die Bietergesellschaft kann gegen den Vorstand den Innenhaftungsanspruch aus § 93 Abs. 2 AktG nicht geltend machen.[206] Wiederum scheidet ein Schutzgesetzcharakter des § 33 WpÜG aus, da dieser nicht die Interessen des Bieters, sondern den Bestand eines funktionsfähigen Kapitalmarkts schützt.[207] Ein Anspruch aus §§ 311 Abs. 2, Abs. 3,

192 *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 81.

193 BGHZ 83, 122 (132) (Holzmüller).

194 *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 47.

195 H.M., statt aller *Hellgardt* (Fn. 33), S. 337.

196 *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 42.

197 *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 42; a.A. *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (633 f.).

198 Siehe hierzu *Habersack* (Fn. 182), insbesondere S. 117 ff.

199 *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 44; differenzierter *Hirte*, in: KölnerKomm WpÜG (Fn. 16), § 33 Rn. 159.

200 *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 85.

201 *Bürgers/Holzborn* (Fn. 85), ZIP 2003, 2273 (2279); *Winter/Harbarth* (Fn. 9), ZIP 2002, 1 (16); a.A. *Hirte*, in: KölnerKomm WpÜG (Fn. 16), § 33 Rn. 159.

202 *Hellgardt* (Fn. 33), S. 337 f.

203 *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 86.

204 *Hellgardt* (Fn. 33), S. 517.

205 *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 87 m.w.N.

206 Zur mangelnden Schutzgesetzeigenschaft BGH, NJW 1979, 1829 (1829 f.).

207 *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 45.

280, 241 Abs. 2 BGB ist mangels Rechtsbeziehung zwischen Vorstand und Bietergesellschaft kaum zu begründen. Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. strafrechtlichen Schutzgesetzen bzw. § 826 BGB stoßen in der Praxis wegen der strengen Beweislastverteilung im Deliktsrecht an Grenzen.[208] Somit haftet praktisch im Außenverhältnis nur die Aktiengesellschaft mit ihrem Haftungsfonds, soweit nicht ein besonderer Rechtsgrund eine Mithaftung des Vertretungsorgans bewirkt.[209]

E. Zusammenfassung und Ausblick

Die Neutralitätspflicht ist zu relativieren, was sich im Umkehrschluss aus den §§ 33 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 WpÜG, der gesetzgeberischen Entscheidung im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens und der Interessenwertung des AktG ergibt. Dem Kern des übernahmetypischen Interessenkonflikts ist allerdings weniger auf der Begriffsebene als auf einer höheren Abstraktionsebene zu begegnen. So liegt die Lösung nicht in § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG, sondern in der allgemeinen Leitungsmacht des Vorstandes nach § 76 Abs. 1 AktG. Bereits die Gesetzgebungsgeschichte zu § 76 Abs. 1 AktG zwingt den Vorstand zu einer umfassenden Berücksichtigung der Interessen,[210] welche das Leitungsermessen somit begrenzen.[211] In Verbindung mit den Wertungen des WpÜG sind somit nicht nur das Aktionärsinteresse, sondern auch das Unternehmensinteresse und die *stakeholder*-Interessen zu wahren.[212] Diejenigen, die einem selbständigen Unternehmensinteresse die Existenz absprechen,[213] weil nur natürliche Personen Interessen besitzen, verkennen, dass bereits die Gesetzesmaterialien zum WpÜG von einem zu achtenden Unternehmensinteresse sprechen.[214]

Für eine umfassende Analyse sämtlicher Interessen spricht zudem Art. 3 Abs. 1 lit. c der Europäischen Übernahmerichtlinie („im Interesse der ganzen Gesellschaft handeln").[215] Es wird nicht ein genereller Vorrang des Aktionärsinteresses erfordert, sondern eine im Einzelfall sachgerechte Interessenabwägung i.S.e. praktischen Konkordanz.[216] Bei der Gewichtung der Interessen ist jedoch dem Aktionärsinteresse ein beachtliches Gewicht beizumessen,[217] wobei das allgemeine Schädigungsverbot[218] als Gegengewicht wirkt, sodass sich eine Existenzgefährdung auf das Abwägungsergebnis auswirken muss.[219] Die Abwägung darf weder eine Angebotsablehnung vorprogrammieren noch zu einer Abschottung des Unternehmens führen. Letzteres schon deshalb nicht, weil Unternehmen, die mit erhöhtem Finanzaufwand eine Übernahme vereiteln, einer zweiten oft machtlos gegenüber stehen.[220]

Eine flexible Interessenabwägung[221] kann vielmehr dazu führen, dass Vorstände darauf bedacht sind, verbesserte Angebotskonditionen für die Aktionäre zu erreichen.[222] Zudem fügt sie sich in die Haftungsprivilegierung des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG ein, da eine Abwägung nur auf Grundlage angemessener Information erfolgen kann und nur ein alle Interessen berücksichtigender Vorstand zum Wohle der Gesellschaft (gutgläubig) handeln kann.[223] *In concreto* muss das Vorstandshandeln dem Unternehmensinteresse entsprechen, sachlich geeignet und zur Zielerreichung erforderlich sein.[224] Um der Gefahr vorzubeugen, dass der Vorstand sich durch unlegitimierte Aneignung von Kontrolle zum Herrn der Aktionäre aufschwingt (*principal-agent-conflict*),[225] sind über § 90 Abs. 1, 2 AktG hinausgehende Berichtspflichten einzuführen. Unabhängig von § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG greift diese Abwägungspflicht bereits vor der Angebotsveröffentlichung, da der Interessenkonflikt in der Praxis schon deutlich vorher aufkeimt.[226]

In Anbetracht der seit Jahren geführten Debatte um eine effiziente Steuerung von Leitungspflichten i.S.e. *Corporate Governance* ist eine derartige interne Verhaltenskoordinierung zu begrüßen.[227] Ungeachtet der Diskussion um die ökonomischen Vor- und Nachteile eines Unternehmenskontrollmarkts,[228] haben die letzten Jahre gezeigt, dass eine effiziente Unternehmensleitung nicht allein durch externe Einflüsse sicherzustellen ist.[229] Nicht die von außen wirkende Übernahmebedrohung optimiert die *performance* des Vorstandes, sondern die interne Pflicht, angemessen Rücksicht auf die diversen Belange zu nehmen.[230] Eine interne Regulierung ist unabhängiger als der externe Unternehmenskontrollmarkt, der durch die Finanzkrise ins Stocken geraten ist.[231] Ferner ist es kein ökonomischer Vorteil eines Unternehmenskontrollmarkts, dass durch diesen ineffiziente Unternehmensleitungen durch effiziente ausgetauscht werden.[232] In

208 Vgl. *Noack/Zetzsche*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 87), § 33 WpÜG Rn. 44.

209 BGH, NJW 2008, 1734 (1735) Tz. 16.

210 Vgl. *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 1997, § 28 II Nr. 1 lit. a (S. 813).

211 *Hopt* (Fn. 83), ZGR 1993, 534 (538).

212 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 1, 2, 58.

213 *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (247); *Hopt*, in: FS Lutter (Fn. 27), 1361 (1392).

214 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 2; ebenso § 3 Abs. 3 WpÜG.

215 Zutreffend *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (151).

216 Vgl. *Hopt* (Fn. 83), ZGR 1993, 534 (536); *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (261).

217 *Maier-Reimer* (Fn. 27), ZHR 165 (2001), 258 (261).

218 BGHZ 21, 354 (357).

219 Vgl. *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht (Fn. 210), § 26 II Nr. 3 lit. a (S. 774 f.); § 28 II Nr. 1 lit. a (S. 813); a.A. *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (245 ff.).

220 Vgl. *Krause* (Fn. 45), AG 2002, 133 (135).

221 Vgl. Erwägungsgrund 6 der Übernahmerichtlinie (Fn. 11).

222 Vgl. *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (155).

223 Vgl. RegE UMAG BT-Drs. 15/5092, S. 11.

224 *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (160).

225 *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (246); *Hellgardt* (Fn. 33) S. 144.

226 *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (153 f.; 162).

227 *Lohse* (Fn. 3), S. 28 f.

228 Überblick bei *Denzel* (Fn. 12), S. 176 ff.

229 Vgl. *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (151); *Lohse* (Fn. 3), S. 30 f., 497.

230 Differenzierter noch *Meier-Schatz* (Fn. 3), ZHR 149 (1985), 76 (89 ff.; 93).

231 Vgl. BaFin, Jahresbericht 2010 vom 6.6.2011 (Fn. 25), S. 217.

232 So aber *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (244 f.); *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Fn. 127), § 33 WpÜG Rn. 11 m.w.N. in Fn. 12.

der Theorie mag es wohl stimmen, dass in diesem Fall die Aktionäre der ineffizient geleiteten Zielgesellschaft von ihrem Vorstand lange vor einer Insolvenz befreit werden.[233] In der Praxis ist es jedoch so, dass gerade nicht insolvenzreife Unternehmen wie *Schlecker*, sondern erfolgreiche Unternehmen wie *Mannesmann* als *targets* ausgewählt werden.[234]

Die Rechtsfolgenseite verstärkt die Forderung nach einer umfassenden Interessenabwägung, da die Sanktionsmöglichkeiten nicht den Anforderungen des Art. 17 der Übernahmerichtlinie[235] entsprechen, der geeignete und abschreckende Maßnahmen fordert. Insbesondere die einzige übernahmerechtliche Sanktionsnorm bezüglich § 33 WpÜG, § 60 WpÜG, erscheint nicht als geeignet, verhältnismäßig und abschreckend,[236] da die kolportierten Abfindungssummen im Zuge bedeutender Unternehmenstransaktionen die Höhe des Bußgeldes bereits übersteigen. Auch bezüglich einer Vorstandshaftung aus § 93 AktG werden Aufsichtsräte ihrer Verfolgungspflicht aus §§ 111, 112 AktG kaum nachkommen, wenn sie zuvor dem Vorstand pflichtwidrig die Zustimmung nach § 33 Abs. 1 S. 2 Var. 3 WpÜG erteilt haben oder persönliche Interessen der Anspruchserhebung entgegenstehen.

Das Ziel eines europäischen Markts für Unternehmensübernahmen scheitert am deutschen Beharren auf eine Optionslösung, da es in Deutschland kaum Fälle des *Opt-In* gibt.[237] Dabei ist das europäische Verhinderungsverbot nicht wesentlich strenger, da die nach §§ 33a ff. WpÜG unzulässigen Maßnahmen bereits nach deutschem Aktienrecht ohnehin nur bedingt oder gar nicht zulässig sind.[238] Die Aufweichung der Neutralitätspflicht stellt somit aus deutscher Sicht einen Pyrrhussieg dar. Im Falle feindlicher Übernahmeangebote wird der Vorstand weitgehend machtlos sein, da *realiter* die zulässigen Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG mangels hinreichender Zeit kaum greifen werden.[239] Die noch Anfang des Jahrtausends[240] erwartete tatsächliche Nutzung der Verteidigungsmöglichkeiten ist ausgeblieben,[241] da insbesondere die infolge der Finanzmarktkrise steigende Überschuldung deutscher Aktiengesellschaften als Übernahmehindernis *par excellence* wirkt.[242]

233 Vgl. *Adams* (Fn. 3), AG 1990, 243 (245); ferner *Denzel* (Fn. 12), S. 183.

234 *Hellgardt* (Fn. 33), S. 162; *Schneider* (Fn. 35), AG 2002, 125 (126).

235 Vgl. Fn. 11.

236 Berechtigte Zweifel bei *Denzel* (Fn. 12), S. 224 f.

237 Vgl. *Hopt* (Fn. 14), WM 2009, 1873 (1876).

238 *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (151: 153); *Schneider* (Fn. 35), AG 2002, 125 (130).

239 Vgl. *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (639) (maximal 14 Wochen).

240 *Hirte* (Fn. 17), ZGR 2002, 623 (624).

241 *Seibt*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Fn. 5), 148 (185).

242 So bereits *Schneider* (Fn. 35), AG 2002, 125 (126).