

Inhaltsverzeichnis:

EINFÜHRUNG	1
1. KAPITEL: ALLGEMEINES	5
A. Begriffsbestimmungen in Bezug auf Übernahmen	5
I. Abgrenzung zur Verschmelzung	7
II. Formen von Unternehmensübernahmen	7
1. Sukzessiver Erwerb	8
2. Paketkauf	8
3. Kooperation mit Anteilseignern	9
4. Öffentliches Übernahmeangebot	10
5. Bewertung	10
III. Öffentliche Übernahmeangebote	11
1. Freundliche Übernahmen	12
2. Feindliche Übernahmen	12
IV. Die Neutralitätspflicht des Leitungsorgans bei feindlichen Übernahmeversuchen	14
1. Der Zeitpunkt des Einsetzens einer Neutralitätspflicht	15
2. „Beschränkte“ Neutralitätspflicht oder „Stillhalteverpflichtung“	16
3. „Meinungsverbot“ oder Verbot von Handlungen mit potenzieller Außenwirkung?	17
4. Neutralitätspflicht als Maßgabe i. S. eines „Verhaltenskodex“ oder als sanktionsbewehrte Pflicht des Leitungsorgans	18
5. Entscheidungsträger	19
6. Vorratsbeschlüsse	19
7. Zusammenfassung und Bewertung	19
V. Die bei einem feindlichen Übernahmeangebot aufeinandertreffenden Interessen	20
1. Interessen der Aktionäre	21
2. Interessen des Leitungsorgans	22
3. Interessen der Arbeitnehmer	23
4. Zusammenfassung	24
5. Der Principal-agent-Konflikt	25
6. Der Market for Corporate Control	27
a. Ausgangspunkt und Ausgestaltungen der Theorie	27
b. Die Theorie der Kapitalmarkteffizienz	28
c. Anwendung auf den Markt für Unternehmenskontrolle	29
d. Stellungnahme	31
B. Wirtschaftliche Hintergründe feindlicher Unternehmensübernahmen	32
I. Motive für feindliche Unternehmensübernahmen	33
1. Disciplinary Hypothesis	33

2.	Die Underpriced Stock Hypothesis.....	35
3.	Synergieeffekte als Motiv einer Übernahme.....	35
4.	Free Cash Flow Hypothesis.....	37
5.	Asset Stripping.....	37
6.	Empire Building Hypothesis.....	38
7.	Marktbeherrschungshypothese.....	39
8.	Bewertung.....	39
II.	Auswirkungen von Übernahmen.....	40
1.	Wirtschaftliche Auswirkungen von Übernahmen.....	41
2.	Folgen für die Diskussion um eine europäische Regelung feindlicher Übernahmen.....	42
3.	Zwischenergebnis.....	42
2. KAPITEL: UNTERNEHMENSÜBERNAHMEN UND NEUTRALITÄTSPFLICHTEN IN DEN USA		43
A.	Rechtliche Rahmenbedingungen für feindliche Übernahmen in den USA.....	44
I.	Regelungen auf Bundesebene.....	48
1.	Publizitätspflichten des Bieters.....	49
a.	Pflichten des Erwerbers.....	49
b.	Ziel und Auswirkungen der Regelung.....	50
2.	Pflichten des Managements der Zielgesellschaft.....	50
3.	Verfahrensregeln.....	51
4.	Definition des Begriffs „Tender Offer“.....	52
5.	Der Hart-Scott-Rodino Act.....	52
II.	Regelung auf Ebene der Bundesstaaten.....	53
1.	Takeover Statutes der „ersten Generation“.....	53
2.	Takeover Statutes der „zweiten Generation“.....	55
3.	Einteilung heutiger Takeover Statutes.....	56
a.	Die Control Share Acquisition Statutes.....	56
b.	Die Business Combination Statutes.....	56
c.	Die Control Share Cash-Out Statutes.....	57
d.	Beispiel Delaware.....	57
e.	Die Fair Price Statutes.....	58
f.	Bewertung.....	59
III.	Zusammenfassung.....	60
C.	Verhaltensweisen des Managers auf gerichtlichem Prüfstand.....»...«.««««»...«.	61
I.	Arten von Abwehrmaßnahmen in den USA.....	61
1.	Prophylaktische Maßnahmen.....	62
a.	Poison Pills.....	62
aa.	Die Flip-Over Plans.....	63
bb.	Der Flip-In Plan.....	64

cc.	Die Back-End Plans.....	64
dd.	Dead-Hand Provision.....	65
ee,	Weiterentwicklungen.....	66
b.	Shark Repellent Provisions.....	67
aa.	Staggered board.....	68
bb.	Supermajority Rule.....	69
cc.	FairPrice.....	69
c.	„Lock-Ups“.....	70
d.	Aktien mit Mehrstimmrechten.....	70
e.	Abfindungs- und Ausgleichszahlungen - Golden Parachutes.....	71
2.	Maßnahmen, die nach der Abgabe des Angebots getroffen werden.....	71
a.	Crown Jewel Option („Kronjuwelen“)......	71
b.	White Knight (Weißer Ritter).....	72
c.	Management buy out.....	72
d.	Litigation.....	73
e.	Erwerb eigener Aktien.....	73
f.	Pac Man Defense.....	73
g.	Verteidigungsmerger.....	74
h.	Scorched Earth Defense („Verbrannte Erde“)......	74
2.	Zusammenfassung.....	74
II.	Auswirkungen der Rechtsprechung auf Verhaltenspflichten des Managements..	75
1.	Unternehmerischer Beurteilungsspielraum.....	75
2.	Die Treuepflichten des Managers.....	76
a.	Die Duty of loyalty.....	76
b.	Die Duty ofCare.....	77
c.	Die Business Judgement Rule.....	78
d.	Einschränkungen der Business Judgement Rule bei feindlichen Übernahmen.....	79
aa.	Smith vs. Van Gorkom.....	81
bb.	Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.....	84
cc.	Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.....	87
dd.	Paramount Communications, Inc. vs. Time Incorporated.....	89
ee.	Paramount Communications, Inc. vs. QVC Network.....	93
ff.	Weiterentwicklung der Rechtsprechung.....	95
3.	Zusammenfassung.....	97
D.	Rechtsbehelfe der Aktionäre bei Verstoß gegen die Fiduciary Duties.....	98
I.	Aktionärsklage.....	98
II.	Verfahrensvoraussetzungen.....	99
III.	Materielle Voraussetzungen.....	100
IV.	Rechtsfolgen.....	100

V.	Common Fund Theory.....	100
3. KAPITEL: EUROPA	_____	103
A.	Einleitung.....	103
B.	Regelungen für Übernahmeangebote in den Mitgliedstaaten_____	106
I.	Großbritannien.....	107
1.	Regelungen für Übernahmeangebote.....	107
a.	Der City Code.....	108
b.	Gesetzliche Regelungen.....	110
2.	Das Panel on Takeovers and Mergers.....	110
a.	Zusammensetzung.....	110
b.	Sanktionsmöglichkeiten des Code.....	111
3.	Bewertung.....	111
II.	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz in Deutschland.....	112
1.	Der Übernahmekodex.....	113
2.	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz.....	114
a.	Neutralitätspflicht, § 33 Absatz 1 Satz 1 WpÜG.....	114
b.	Ausnahmen.....	114
aa.	Handlungen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters.....	115
bb.	Suche nach einem „Weißen Ritter“.....	115
cc.	Zustimmung des Aufsichtsrates.....	116
dd.	Vorratsbeschlüsse.....	118
c.	Zusammenfassung.....	119
III.	Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten in Spanien.....	120
IV.	Die Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten in Italien.....	121
V.	Regelung von Übernahmeangeboten in Frankreich.....	122
VI.	Finnland.....	123
VII.	Irland.....	123
VIII.	Niederlande.....	124
IX.	Bewertung.....	124
C.	Entwicklung einer Übernahmerichtlinie auf Europäischer Ebene_____	125
I.	Rechtsgrundlage und Mitentscheidungsverfahren.....	127
II.	Entwürfe der Kommission.....	128
1.	Pennington Report (1974).....	128
2.	Die Entwürfe von 1989 und 1990.....	130
3.	Die Entwürfe von 1996 und 1997.....	131
4.	Gemeinsamer Standpunkt des Rates.....	132
5.	Gemeinsamer Entwurf vom 6. Juni 2001.....	133

6.	Bewertung.....	136
III.	Bericht der hochrangigen Gruppe von Experten.....	137
1.	Allgemeines.....	138
2.	Gleiche Ausgangsbedingungen für Übernahmeangebote in Europa.....	139
a.	Umsetzung der Leitsätze der Gruppe.....	140
aa.	Erste Phase:.....	141
bb.	Zweite Phase:.....	142
cc.	Entschädigung.....	143
b.	Ausnahmen von der Umsetzung der Leitsätze.....	143
aa.	Vertragliche Vereinbarungen.....	143
bb.	Einschränkungen der Übertragbarkeit von Anteilen.....	144
cc.	Pyramidenstrukturen.....	144
3.	Europa im Vergleich zu den USA: Gleiche Ausgangsbedingungen.....	145
IV.	Vorschlag der Kommission vom 02.10.2002.....	145
1.	Anwendungsbereich der Richtlinie.....	145
2.	Begriffsbestimmungen.....	146
3.	Allgemeine Grundsätze.....	146
4.	Aufsichtsorgan und anwendbares Recht.....	147
5.	Schutz der Minderheitsaktionäre.....	148
6.	Informationen über das Angebot.....	148
7.	Annahmefrist.....	148
8.	Bekanntmachung.....	148
9.	Pflichten des Leitungsorgans.....	149
10.	Informationen über die Gesellschaften.....	150
11.	Durchgriffsregel.....	150
12.	Verfahrensregeln.....	151
13.	Information der Arbeitnehmer.....	151
14.	Ausschluss von Minderheitsaktionären und Andienungsrecht.....	151
15.	Sonstige Verfahrensvorschriften.....	152
V.	Zusammenfassung der Entwicklung der Richtlinie im Hinblick auf die Neutralitätspflicht des Leitungsorgans.....	152
1.	Entwicklung bis 2000/2001.....	152
2.	Bericht der Expertengruppe.....	153
3.	Entwurf der Kommission vom 2. Oktober 2002.....	154
D.	Annahme einer Richtlinienregelung durch das Europäische Parlament und den Rat vom 16/22.12.2003.....	155
I.	Änderungen hinsichtlich der Neutralitätspflicht aus Artikel 9 des Richtlinienvorschlags der Kommission.....	155
II.	Durchgriffsregel.....	158
1.	Änderungen bezüglich Artikel 11 des Vorschlags.....	158
2.	Opting-Out-Klausel.....	159

III. Zusammenfassung.....	160
---------------------------	-----

4. KAPITEL: DIE MODIFIED BUSINESS JUDGEMENT RULE UND DIE NEUTRALITÄTSPFLICHT DES ARTIKEL 9 DER RICHTLINIE IM VERGLEICH **161**

A. Zusammenfassende Darstellung der beiden Systeme	161
I. Die Modified Business Judgement Rule.....	161
II. Die Neutralitätspflicht aus Artikel 9 der Richtlinie.....	163
B. Vergleich der Systeme «.....»«.....»«.....»«.....».....	164
I. <i>Ex-post-</i> gegen <i>Ex-ante</i> -Kontrolle.....	164
II. Rechtssicherheit oder Rechtsunsicherheit für das Leitungsorgan.....	166
III. Prinzipal und Agent.....	167
IV. Informations- und Äußerungsmöglichkeit der Betroffenen.....	169
V. Auswirkungen der beiden Systeme.....	171
VI. Zusammenfassende Bewertung.....	172

5. KAPITEL: VOR- UND NACHTEILE DER NEUEN RICHTLINIE **173**

A. Bewertung der strengen Neutralitätspflicht aus Artikel 9 der Richtlinie	173
I. Auswirkungen feindlicher Übernahmen auf Europa.....	175
1. Unternehmensspezifische Auswirkungen feindlicher Übernahmen.....	175
a. Markt für Unternehmenskontrolle.....	176
aa. Befürworter feindlicher Übernahmen.....	176
bb. Gegner der Disziplinierungshypothese.....	177
b. Synergieeffekte und Agency Costs.....	178
aa. Die Argumente der Befürworter feindlicher Übernahmen.....	178
bb. Die Argumente der Kritiker feindlicher Übernahmen.....	179
c. Auswirkungen auf die Anteilsinhaber.....	179
d. Auswirkungen auf Arbeitnehmer.....	181
e. Bewertung.....	182
2. Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt.....	183
3. Auswirkungen auf die einzelnen Mitgliedstaaten.....	184
4. Bewertung.....	186
5. Übernahmerichtlinie als Zugpferd des europäischen Binnenmarktes.....	187
II. Pro und Contra Neutralitätspflicht.....	188
1. Neutralitätspflicht oder Modified Business Judgement Rule?.....	189
a. Förderung feindlicher Übernahmen.....	189
b. Rechtssicherheit für Leitungsorgane.....	191
c. Der Principal-Agent-Konflikt.....	191
d. Einbeziehung der Interessen-Gruppen.....	192
e. Prämienzahlungen.....	193

f.	Lähmung der Zielgesellschaft	193
g.	Sonstige Argumente.....	194
h.	Bewertung.....	196
2.	Strenge Neutralitätspflicht für Europa?.....	196
a.	Zerschlagung und Auflösung.....	197
b.	Finanzierung der Übernahme durch Mittel der Zielgesellschaft	197
c.	Eine Übernahme in zwei Schritten - „Ausverkauf“ der Minderheitsaktionäre.....	198
d.	Vorratsbeschlüsse.....	198
e.	Suche nach einem „Weißen Ritter“.....	199
f.	Golden Shares.....	199
g.	Zustimmung des Aufsichtsrates.....	200
h.	Drohende Gesetzesverstöße.....	200
i.	Ausländische Bieter.....	201
k.	Bewertung.....	202
III.	Zusammenfassung.....	202
B	Bewertung der in der Richtlinie vorgesehenen Neutralitätspflicht	203
I.	Optionsrechte.....	203
II.	Zeitpunkt des Einsetzens.....	206
III.	„Beschränkte“ Neutralitätspflicht oder „Stillhalteverpflichtung“.....	206
IV.	„Meinungsverbot“ oder Verbot von Handlungen mit potentieller Auswirkung?.....	207
V.	Neutralitätspflicht als Maßgabe i. S. eines „Verhaltenskodex“ oder als sanktionsbewehrte Pflicht des Leitungsorgans.....	208
VI.	Entscheidungsträger.....	209
VII.	Vorratsbeschlüsse.....	210
VIII.	Durchgriffsregel.....	211
IX.	Zusammenfassung.....	212
C.	Eine Alternative zur Neutralitätspflicht	212
I.	Emberufungsfrist für Hauptversammlung.....	213
II.	Skizzierung eines Alternativvorschlages.....	214
6. KAPITEL: DIE UMSETZUNG DER NEUEN RICHTLINIE IN DEUTSCHLAND		217
A.	Annahme der Neutralitätspflicht aus Artikel 9 der Richtlinie	217
I.	Änderungsbedarf durch Artikel 9 der Richtlinie.....	218
1.	Business as usual.....	219
2.	Suche nach einem „weißen Ritter“.....	220
3.	Zustimmung des Aufsichtsrates.....	220
4.	Vorratsbeschlüsse.....	220

5. Neutralitätspflicht gegenüber ausländischen Unternehmen.....	221
6. Durchgriffsregel.....	222
7. Sanktionsmöglichkeiten.....	223
a. Bußgeldandrohung als geeignetes Mittel.....	223
b. Höhe des zu verhängenden Bußgeldes.....	224
II. Bewertung.....	225
B. Ablehnung der Neutralitätspflicht aus Artikel 9 der Richtlinie	225
I. Änderungsbedarf durch Ausübung des Opting-out-Rechtes.....	226
II. Bewertung.....	226
C. Zusammenfassung ..,.,,».....«.....»...*.....».....,.,.,,«.....«.....,.,.,,.....	227
7. KAPITEL: SCHLUSSBETRACHTUNGEN	229
LITERATURVERZEICHNIS	233