

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Verhaltensmaßstäbe für Zielgesellschaften bei
Übernahmeversuchen“

Verfasser

Sebastian Hütter

Angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im Juni 2010

Studienkennzahl lt. Studienblatt:
Studienrichtung lt. Studienblatt:
Betreuer:

157
Internationale Betriebswirtschaft
Univ.-Prof. DDr. Arthur Weilingner

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche gekennzeichnet.

Diese Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Wien, im Juni 2010

(Sebastian Hütter)

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung und Ziele der Arbeit.....	8
2.	Unternehmensübernahmen	9
2.1	Übertragungsmöglichkeiten.....	9
2.2	Gründe für Übernahmen	11
2.3	Auftreten von Übernahmen	13
2.4	Übernahmearten	15
2.4.1	<i>Freundliche und feindliche Übernahmen.....</i>	<i>15</i>
2.4.2	<i>Management Buy – Out und Leveraged Buy – Out</i>	<i>16</i>
3.	Rechtsgrundlagen in Österreich	18
3.1	Das Übernahmegesetz.....	18
3.1.1	<i>Geschichte und Entwicklung</i>	<i>18</i>
3.1.2	<i>Aufgaben und Ziele</i>	<i>19</i>
3.1.3	<i>Das Übernahmeangebot</i>	<i>21</i>
3.2	Andere relevante Rechtsgrundlagen	23
4.	Die Organe der Zielgesellschaft in der Übernahme	25
4.1	Interessenkonflikte der Leitungsorgane.....	25
4.1.1	<i>Feindliche Übernahmeangebote</i>	<i>26</i>
4.1.2	<i>Freundliche Übernahmeangebote.....</i>	<i>27</i>
4.1.3	<i>Management Buy – Out</i>	<i>27</i>
4.2	Neutralitätsgebot – Interessenwahrungspflicht.....	28
4.3	Gleichbehandlungsgebot.....	31
4.4	Informationsasymmetrien	32
4.5	Geheimhaltungspflicht.....	35
4.5.1	<i>Entstehungszeitpunkt.....</i>	<i>36</i>
4.5.2	<i>Gegenstand.....</i>	<i>37</i>
4.5.3	<i>Zulässige Informationsweitergabe.....</i>	<i>37</i>
4.5.4	<i>Unterrichtspflicht</i>	<i>39</i>
4.5.5	<i>Interne Richtlinien und organisatorische Maßnahmen</i>	<i>40</i>
4.5.6	<i>Geheimhaltungspflicht von Anteilseignern</i>	<i>42</i>
4.5.7	<i>Sanktionen</i>	<i>43</i>
4.6	Bekanntmachungspflicht	43
4.6.1	<i>Rechtsfolgen der Bekanntmachung</i>	<i>44</i>

4.6.2 Auslösender Tatbestand	47
4.6.2.1 Überlegungen, Absichten.....	47
4.6.2.2 Erhebliche Kursbewegungen	49
4.6.2.3 Gerüchte und Spekulationen.....	51
4.6.2.4 Kausalität	51
4.6.3 Zeitpunkt der Bekanntmachung	52
4.6.4 Bekanntmachungsmedium.....	53
4.6.5 Inhalt der Bekanntmachung	54
4.6.6 Freiwillige Bekanntmachungen	55
4.7 Stellungnahme zum Angebot	57
4.7.1 Zur Äußerung verpflichtete Personen	58
4.7.2 Inhalt der Stellungnahme	59
4.7.2.1 Angemessenheit der Gegenleistung	60
4.7.2.2 Empfehlung an die Anteilseigner	62
4.7.3 Äußerung des Sachverständigen.....	64
4.7.4 Sanktionen	66
5. Abwehrmaßnahmen bei feindlichen Übernahmeangeboten	67
5.1 Allgemeines.....	67
5.2 Objektivitätsgebot.....	69
5.3 Verhinderungsverbot	71
5.3.1 Anlassbezogene Abwehrmaßnahmen	73
5.3.2 Vorbeugende Abwehrmaßnahmen	76
5.3.3 Sanktionen	78
5.3.4 Durchbrechungen.....	79
5.4 Ausgewählte anlassbezogene Abwehrmaßnahmen.....	81
5.4.1 Veränderung des Gesellschaftsvermögens	81
5.4.2 Pac Man Defense.....	82
5.4.3 Greenmail	82
5.4.3 White Knight.....	83
5.5 Ausgewählte vorbeugende Abwehrmaßnahmen.....	84
5.5.1 Crown Jewel Defense	84
5.5.2 Poison Pills.....	85
5.5.3 Erwerb eigener Aktien.....	86
5.5.4 Ausgabe von Belegschaftsaktien	87

5.5.5 Höchststimmrechte	88
5.5.6 Golden Parachutes und Staggered Board Terms	89
5.5.7 Vinkulierte Namensaktien	91
5.5.8 Entsendungsrechte in den Aufsichtsrat.....	91
6. Schlussbemerkungen	93
7. Literaturverzeichnis.....	96
8. Zusammenfassung	102
9. Abstract.....	103
10. Curriculum Vitae.....	104

Abkürzungsverzeichnis

aA	andere(r) Ansicht
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch
Abs	Absatz
AktG	Aktiengesetz
AktRÄG	Aktienrechts – Änderungsgesetz
APV	Adjusted Present Value
Art	Artikel
BGBI	Bundesgesetzblatt
BörseG	Börsegesetz
BörseGNov	Börsegesetznovelle
BWG	Bankwesengesetz
bzw	beziehungsweise
DCF	Discounted Cash Flow
dh	das heißt
dRGBI	deutsches Reichsgesetzblatt
dt	deutsch
ECV	Emittenten – Compliance – Verordnung
ErläutRV	Erläuterungen zur Regierungsvorlage
etc	et cetera
EU	Europäische Union
f	folgende
ff	fortfolgende
FMA	Finanzmarktaufsicht
FMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz
gem	gemäß
GesAusG	Gesellschafterausschlussgesetz
GesRZ	Zeitschrift „Der Gesellschafter“
hL	herrschende Lehre
Hrsg	Herausgeber
idR	in der Regel
iHv	in Höhe von
insb	insbesondere

iSd	im Sinne des
iVm	in Verbindung mit
KMG	Kapitalmarktgesetz
LBO	Leveraged Buy – Out
leg cit	legis citatae
lit	litera
Lit	Literatur
lt	laut
MBI	Management Buy – In
MBO	Management Buy – Out
RdW	Zeitschrift „Österreichisches Recht der Wirtschaft“
mE	meines Erachtens
Mio	Millionen
Mrd	Milliarden
RV	Regierungsvorlage
RWZ	Zeitschrift „Recht und Rechnungswesen“
sog	so genannt
ua	unter anderem
ÜbG	Übernahmegesetz
ÜbRL	Übernahmerichtlinie
ÜbRÄG	Übernahmerechts – Änderungsgesetz
UGB	Unternehmensgesetzbuch
US	United States
USA	United States of America
VfGH	Verfassungsgerichtshof
vgl	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
wbl	Zeitschrift „wirtschaftsrechtliche Blätter“
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpÜG	(deutsches) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Z	Ziffer
z.B.	zum Beispiel

1. Einleitung und Ziele der Arbeit

Zur Übertragung von Unternehmen bestehen verschiedene Möglichkeiten. Eine Übernahme durch ein öffentliches Übernahmeangebot iSd Übernahmegesetzes (ÜbG)¹ ist nur eine dieser Möglichkeiten. Übernahmeangebote iSd ÜbG sind öffentliche Angebote eines Bieters zum Erwerb börsennotierter Beteiligungspapiere von Aktiengesellschaftern an die Inhaber dieser Beteiligungspapiere.

Übernahmen können aus verschiedensten Gründen stattfinden. Viele Übernahmen sind, wenn auch nicht immer überzeugend, wirtschaftlich begründet, manche werden aber nur aus egoistischen Motiven des Managements durchgeführt, was das ÜbG zu verhindern versucht.

Eine große Gefahr für die Stabilität des Kapitalmarkts geht von Informationsasymmetrien zwischen Kapitalmarktteilnehmern aus. Insider können ihr Wissen über bevorstehende Übernahmeangebote zu ihrem eigenen Vorteil ausnützen, was am Kapitalmarkt zu schädlichen Marktverzerrungen führen kann. Um aus egoistischen Motiven handelnden Managern und Insidern Einhalt zu gebieten und damit den österreichischen Kapitalmarkt für ausländische Investoren attraktiv zu machen, braucht es effektive Verhaltensregeln für die Akteure im Übernahmeprozess. Neben dem Bieter und den Anteilseignern gehören zu den Akteuren natürlich auch die Zielgesellschaft und ihre Organe. Diese Arbeit beschäftigt sich mit den österreichischen Verhaltensmaßstäben für die Zielgesellschaft in Übernahmesituationen. Zu wichtigen Thematiken wird als Vergleich die deutsche Rechtslage präsentiert, vor allem wenn diese entscheidend von der Österreichischen abweicht.

In Kapitel zwei wird zunächst das Phänomen Unternehmensübernahme näher beleuchtet und die Validität von in der Praxis häufig vorgebrachten Gründen für Übernahmen analysiert. Abschließend werden einige wichtige Begriffe definiert und abgegrenzt.

¹ Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote BGBl I 1998/127, zuletzt geändert durch BGBl I 2006/75.

Kapitel drei beschäftigt sich mit den österreichischen Rechtsgrundlagen für Übernahmen. Neben der Entwicklung des ÜbG werden auch seine grundlegenden Ziele erläutert und sein Anwendungsbereich kurz umrissen.

Kapitel vier widmet sich der Rolle der Organe der Zielgesellschaft in der Übernahme. Nach der Erörterung des Auftretens von Interessenkonflikten werden die vom Gesetz vorgegebenen Verhaltensmaßstäbe zu deren Vermeidung, wie Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten, ausführlich behandelt.

Schließlich werden in Kapitel fünf die Verhaltensmaßstäbe für Zielgesellschaften bei feindlichen, also nicht durch die Organe der Zielgesellschaft befürworteten, Übernahmeversuchen diskutiert. Die abstrakten Ausführungen zu den entsprechenden Regelungen des ÜbG werden abschließend durch die Präsentation einer Anzahl ausgewählter Abwehrmaßnahmen und der Prüfung ihrer übernahmerechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Zulässigkeit ergänzt.

2. Unternehmensübernahmen

2.1 Übertragungsmöglichkeiten

Für die Übertragung eines Unternehmens stehen mehrere Alternativen zur Verfügung, die sich in ihrem Wesen und ihrer rechtlichen Ausgestaltung fundamental unterscheiden. Ein öffentliches Übernahmeangebot iSd Übernahmegesetzes (ÜbG) ist nicht bei jeder Form der Unternehmensübertragung vorgesehen. Jede Variante weist Vor- und Nachteile auf, die sie in der Praxis für bestimmte Fallkonstellationen besonders attraktiv macht.

Eine Möglichkeit stellt der Erwerb einzelner oder aller zum Unternehmen gehörender Vermögenswerte im Wege der Einzelrechtsnachfolge dar (*Asset Deal*). Vertragspartei ist neben dem Erwerber der jeweilige Unternehmensträger und nicht der Gesellschafter. Häufig werden auch die Verbindlichkeiten des Unternehmens übernommen.² Dabei können durch ein einziges Verpflichtungsgeschäft alle Vermögenswerte übertragen werden. Schwieriger gestaltet sich das

² Rödder/Hötzell/Mueller-Thuns, Unternehmenskauf Unternehmensverkauf Zivil- und steuerrechtliche Gestaltungspraxis (2003) § 1 Rz 6.

Verfügungsgeschäft, da der sachenrechtliche Übertragungsakt, der Modus, für jeden Vermögensgegenstand korrekt durchgeführt werden muss. Konkret bedeutet das, dass bewegliche Sachen übergeben, Forderungen zediert und Liegenschaften im Grundbuch einverleibt werden müssen.³ Im Ergebnis werden also beim Asset Deal die Wirtschaftsgüter des Unternehmens ohne seinen Rechtsträger übertragen.⁴

Eine Übertragung kann auch im Wege der Gesamtrechtsnachfolge durch den Erwerb der Anteile an der Gesellschaft erfolgen (*Share Deal*). Hier wird also das Unternehmen mit seinem Rechtsträger übertragen.⁵ Vertragspartei ist neben dem Erwerber der veräußernde Gesellschafter.⁶ Weil nur die Anteile übertragen werden und die Identität des Unternehmens und die rechtliche Zuordnung der Vermögensgegenstände und der Schulden unverändert bleiben, ist der Share Deal in der Praxis die unkompliziertere Variante der Unternehmensübertragung. Da sich diese Arbeit primär mit dem Übernahmegesetz beschäftigt und für dessen Anwendung ein Anteilserwerb Voraussetzung ist, interessieren hier vor allem Unternehmensübernahmen, die als Share Deal ausgestaltet sind, wobei angemerkt sei, dass dies noch nicht automatisch zur Anwendbarkeit des ÜbG führt.⁷

An dieser Stelle ist auch die Möglichkeit der weitgehend steuerneutralen Unternehmensübertragung durch Umgründungen (etwa durch Spaltungen oder Verschmelzungen) zu nennen. Grundsätzlich ist eine Umgründung kein öffentliches Angebot, denn dafür fehlt es bei den Adressaten schon an der Möglichkeit zur freien Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung.⁸ Die Anwendung des Umgründungsrechts schließt aber die gleichzeitige Anwendung des ÜbG aufgrund der unterschiedlichen Regelungsziele keinesfalls aus. IdR werden die beiden Regelungskomplexe beim Pflichtangebot, wenn dieses durch einen Kontrollerwerb im Rahmen eines Umgründungsvorgangs ausgelöst wird, zusammentreffen. Allerdings ist der Adressatenkreis des Pflichtangebots auf jene Personen einzuschränken, die nicht durch die Zustimmung zum Verschmelzungsvertrag aktiv am Kontrollerwerb

³ Fellner in Polster-Grül/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions – Rechtliche und steuerliche Optimierung, ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung (2007) 439 f.

⁴ Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, rechtliche und steuerliche Aspekte¹³ (2008) 251 f.

⁵ Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf 251.

⁶ Rödder/Hötzel/Mueller-Thuns, Unternehmenskauf § 1 Rz 8.

⁷ Zum Anwendungsbereich des ÜbG siehe Abschnitt 3.1.3.

⁸ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I (2005) § 23 Rz 34.

mitgewirkt haben.⁹ Während das Umgründungsrecht einen angemessenen Ausgleich für die Beeinträchtigung von Aktionärsinteressen bei der Umgründung zum Ziel hat, stärkt das Übernahmerecht mit den Regelungen zum Pflichtangebot vor allem den Konzerneingangsschutz.¹⁰ Zu den Zielen und Aufgaben des ÜbG siehe Abschnitt 3.1.2.

2.2 Gründe für Übernahmen

Unternehmensübernahmen sollten aus finanzwirtschaftlicher Sicht nur dann stattfinden, wenn der kombinierte Wert der beiden Gesellschaften nach der Übernahme höher ist als die Summe der Werte der beiden Gesellschaften vor der Übernahme, oder – in anderen Worten – durch die Übernahme muss Wert geschaffen werden.

In der Praxis nennen Unternehmen vielfältige Motive für Übernahmen: höhere Kosteneffizienz durch Synergien, economies of scale¹¹ oder economies of scope¹², Diversifikation ins Ausland oder in andere Branchen, Erwerb neuer Technologien, Eliminierung von Konkurrenten oder schlicht und einfach Wachstum.

Besonders Kosteneinsparungen durch Synergien werden in der Praxis häufig, weil sehr leicht allgemein begreiflich, als Begründung für Übernahmen angeführt. Demnach sind gerade Transaktionen, bei denen Synergien als Begründung im Vordergrund stehen, besonders kritisch zu hinterfragen. Allzu oft haben sich angebliche Einsparungspotentiale durch Synergien nach der Transaktion als nicht realisierbar erwiesen.

Auch die Diversifikation in fremde Branchen zur Risikostreuung hat sich in der Praxis nicht bewährt. Riesige Konglomerate, die sich aus hunderten Unternehmen in verschiedensten Branchen zusammensetzen, weisen zwar eine geringere Volatilität ihrer Cash Flows auf, weil sich die Risiken der Branchen teilweise gegenseitig

⁹ Jöllinger, Zur übernahmerechtlichen Bedeutung der Willensbildung in Umgründungsfällen am Beispiel der Verschmelzung, wbl 2008, 368.

¹⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 106.

¹¹ Als Folge einer größeren Produktionsmenge sinken die Fixkosten pro erzeugte Einheit. Sparpotentiale bestehen vor allem in Einkauf, Fertigung, Verkauf, Organisation, Forschung und Entwicklung.

¹² Darunter werden Kosteneinsparungen durch Verbundvorteile bei der Zusammenlegung von verschiedenen Produktsegmenten verstanden. Wenn dabei die vorhandenen Produktionsressourcen wie Gebäude und Maschinen gemeinsam genutzt werden können, ergeben sich im Vergleich zur getrennten Produktion Kostenvorteile.

neutralisieren. Dem Management fehlt aber das Spezialwissen in den einzelnen Branchen, was zu falschen Entscheidungen und somit zu Ineffizienzen führt. Investoren sind in der Lage, durch die gezielte Gestaltung ihres Portfolios selbst die zur Risikoneutralisierung angestrebte Diversifikation zu erreichen. Deshalb besteht auf dem Markt kein Bedarf an stark diversifizierten, schlecht gemanagten Konglomeraten. Die solcherart in den 1960er Jahren entstandenen Konglomerate wurden bis auf wenige Ausnahmen in den 1980er Jahren von so genannten „*Raidern*“ übernommen und anschließend zerschlagen und weiterveräußert. Diese Zerschlagungen waren hochprofitabel und auch ökonomisch sinnvoll, da der Wert der Einzelgesellschaften den Wert der Konglomerate meist bei Weitem überstieg.¹³

Wenn das Management eines Unternehmens schlechte Leistungen bringt und der Wert des Unternehmens darunter leidet, können Übernahmen auch als Disziplinierungsmaßnahme des Marktes wirken.¹⁴ Der Bieter sieht die Gründe des niedrigen Wertes der Zielgesellschaft im schlechten Management und erhofft sich, dass sich durch den Austausch des Managements nach der feindlichen – also nicht durch das Management der Zielgesellschaft genehmigten – Übernahme die Profitabilität des Unternehmens erhöht. In dieser Konstellation ist ersichtlich, dass eine feindliche Übernahme durchaus im Interesse der Anteilseigner liegen kann. Wie in Abschnitt 2.3.1 näher erläutert ist dies ganz konträr zur öffentlichen Meinung in Kontinentaleuropa.

Vor allem die angloamerikanische Wissenschaft hat sich in der Vergangenheit schon intensiv mit den Motiven und deren Validität für Unternehmensübernahmen beschäftigt:

Coase beschäftigte sich bereits 1937 mit dem Thema und postulierte, dass Unternehmen solange fusionieren werden, bis sie die optimale Größe erreicht haben um die Transaktionskosten zu minimieren.¹⁵

Nach *Manne* (1965) und *Alchian* und *Demsetz* (1972) spielen Übernahmen eine wichtige Rolle als Bereinigungsinstrument für schlechtes Management. Durch

¹³ *Shleifer/Vishny*, Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, Strategic Management Journal 1991, 51 ff.

¹⁴ *Beisel* in *Beisel/Klump*, Der Unternehmenskauf, Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge einschließlich gesellschafts-, arbeits- und kartellrechtlicher Fragen bei der Übertragung eines Unternehmens (2009) 1 ff.

¹⁵ *Coase*, The Nature of the Firm, *Economica* 1937, 386 ff.

Übernahmen können schlechte Manager entfernt und durch bessere ersetzt werden, wodurch die Ertragskraft und damit der Wert des Unternehmens steigt.¹⁶

Jensen (1986) sieht Unternehmensübernahmen kritischer: Am Beispiel der amerikanischen Ölkonzerne in den 1970er Jahren zeigt er, wie Manager von Unternehmen mit hohen Cash Flows in fremde Branchen diversifizieren und dadurch die Ertragskraft der Unternehmen schwächen, anstatt im Sinne der Aktionäre zu handeln und die Cash Flows auszuschütten.¹⁷ In dieselbe Richtung argumentieren *Morck, Shleifer* und *Vishny* (1989). Sie sehen Übernahmen oftmals als egoistische Entscheidungen des Managers, der dadurch seinen eigenen Wert für das Unternehmen und sein Prestige steigern will („*Empire Building*“).¹⁸

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Wissenschaft Übernahmen in der Theorie als sinnvoll erachtet, um effiziente wirtschaftliche Strukturen zu schaffen. In der Praxis spielen jedoch neben den harten wirtschaftlichen Fakten auch persönliche Motive der Manager eine Rolle, was zu falschen Entscheidungen und somit zu Wertvernichtung führen kann.

2.3 Auftreten von Übernahmen

Unter der Annahme, dass die Kapitalmärkte effizient arbeiten, kann anhand der Entwicklung des Börsenkurses nach der erfolgten Übernahme abgelesen werden, ob durch die Transaktion Wert geschaffen wurde. Um dies empirisch ex – post beurteilen zu können, muss dargelegt werden, wie und wann Übernahmen auftreten: Ab der industriellen Revolution traten Übernahmen immer wieder gehäuft in mehrere Jahre andauernden Wellen auf, die von wichtigen Erfindungen und gesellschaftlichen Entwicklungen und Strömungen ausgelöst wurden und meist eine oder mehrere Branchen trafen. Die erste Welle fand zum Ende des 19. Jahrhunderts in den USA statt. Sie wurde von großen technischen Errungenschaften wie der

¹⁶ *Manne*, Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy* 1965, 110 ff; *Alchian/Demsetz*, Production, Information costs and Economic Organization, *American Economic Review* 1972, 777 ff.

¹⁷ *Jensen*, The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, *The Midland Corporate Finance Journal* 1986, 3 ff.

¹⁸ *Morck/Shleifer/Vishny*, Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, *Journal of Finance* 1990, 31 ff.

Elektrizität und der Eisenbahn angetrieben und gipfelte in der Gründung riesiger Konzerne wie DuPont oder Standard Oil. Ihr Ende fand die erste Welle abrupt im Jahr 1903, als die US Regierung strenge Kartellgesetze erließ. Weitere Wellen folgten in den 1920er Jahren (Radio, Automobil), 1960er Jahren (Zeit der Konglomerate), 1980er Jahren (Aufkommen der Leveraged Buy – Outs und Zerschlagung der Konglomeraten durch feindliche Übernahmen), 1990er Jahren (Telekommunikation, Computer) und schließlich rund um die Jahrtausendwende (Privatisierungen großer Staatskonzerne in Europa). In der nachfolgenden Abbildung ist das wellenförmige Auftreten von Übernahmen gut erkennbar.

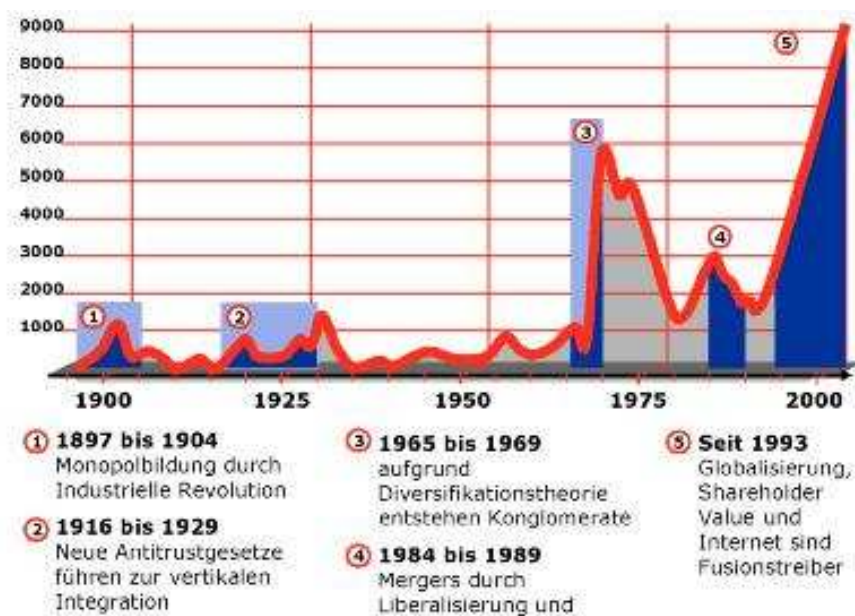


Abbildung 1: Übernahmewellen¹⁹

Besonders die angloamerikanische Wissenschaft hat sich intensiv mit der Performance von an Übernahmen beteiligten Unternehmen beschäftigt und kommt zu gemischten Ergebnissen. Die Resultate unterscheiden sich stark je nach betrachteter Branche und Welle.²⁰ Auch die Größe der Transaktion spielt eine Rolle, denn Transaktionen unter 10 Mrd US – Dollar scheinen erfolgreicher zu sein als größere Akquisitionen.²¹ Für den österreichischen Markt ist diese Abgrenzung freilich nicht sehr aussagekräftig, da hierzulande schon wesentlich kleinere Deals als Großakquisitionen gelten.

¹⁹ http://www.4managers.de/uploads/pics/mergersandacquisition_01.gif, Zugriff am 12.04.2010.

²⁰ Vgl. Harford, What drives merger waves?, Journal of Financial Economics 2005, 529 ff; Shleifer/Vishny, Strategic Management Journal 1991, 51 ff; Kleinert/Klodt, Causes and Consequences of Merger Waves, Kiel Institute of World Economics Working Paper No. 1092, 19 ff.

²¹ Picot (Hrsg), Handbuch Mergers & Acquisitions, Planung, Durchführung, Integration⁴ (2005) 53.

So unterschiedlich die Gründe und das wirtschaftliche Umfeld für Übernahmen sein können, so unterschiedlich sind auch die Auswirkungen auf die beteiligten Unternehmen. Aus den zahlreichen durchgeführten Untersuchungen lassen sich wenige generelle Schlüsse ziehen. Auch wenn Kapitalmarktteilnehmer Übernahmen generell kritisch gegenüberstehen,²² kann keine abschließende allgemeine Aussage über die wirtschaftliche Sinnhaftigkeit von Übernahmen getroffen werden, vielmehr ist eine eingehende Betrachtung im Einzelfall unumgänglich.

2.4 Übernahmearten

2.4.1 Freundliche und feindliche Übernahmen

Im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen wird gerne von „freundlichen“ und „feindlichen“ Übernahmen gesprochen. Oft ist auch von „*Hostile Takeovers*“ durch „*Raider*“ oder sogar „Heuschrecken“ die Rede.

Als freundlich wird eine Übernahme dann bezeichnet, wenn sie im Einvernehmen mit dem Management der Zielgesellschaft durchgeführt wird. Es finden idR Verhandlungen mit den Organen der Zielgesellschaft statt. Diese geben in ihrer Stellungnahme zum Angebot eine Empfehlung ab, wonach den Aktionären zur Annahme des Angebots geraten wird.

Bei einer feindlichen Übernahme versucht der Käufer hingegen ohne Zustimmung der Organe der Zielgesellschaft oder sogar gegen deren Willen die Kontrolle am Unternehmen durch ein Angebot an die Aktionäre zu erlangen. Meist liegt der gebotene Preis deutlich über dem Börsenkurs. In Kontinentaleuropa haftet dem Ausdruck „feindliche Übernahme“ ein negativer Geruch an, da sie vor allem mit Hedge Fonds oder ähnlichen Finanzinvestoren und deren aggressivem Auftreten am Kapitalmarkt assoziiert werden. Diese in populistischer Manier durch Politik und Medien geschürten Ängste vor kapitalistischen „Heuschrecken“ sind sehr schädlich für die europäischen Kapitalmärkte und damit auch für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und überdies großteils unbegründet, wie sich z.B. in der positiven Entwicklung der BAWAG nach der Übernahme durch den Finanzinvestor Cerberus

²² Davies in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 16.

Capital Management zeigt. In den USA und in Großbritannien ist der Begriff „feindlich“ hingegen keineswegs negativ behaftet. *Hostile Takeovers* sind dort nur eine allgemein akzeptierte Variante der Unternehmensübernahme.²³ Viel wichtiger als die Einstellung des Managements zum Angebot ist die der Personen, an die das Angebot gerichtet ist, also die der Anteilseigner. Diesbezüglich spricht man von einem „erfolgreichen“ oder „erfolglosen“ Angebot, je nachdem ob es die Zustimmung der Mehrheit der Anteilseigner gefunden hat oder nicht.²⁴

Die klassische Einordnung in freundlich oder feindlich ist mE zumindest für Kontinentaleuropa, wo dies so viel wie „gut“ oder „böse“ bedeutet, kritisch zu hinterfragen: Das Ziel muss immer das beste Ergebnis für die Aktionäre sein. Die Ablehnung des Angebots durch das Management und damit die Einordnung als feindlich ist nicht selten von persönlichen Motiven des Managements getrieben. Die Annahme eines Angebots, das deshalb als feindlich eingestuft wird, weil es nicht den Interessen des Managements entspricht, kann für die Anteilseigner durchaus vorteilhafter sein als der Empfehlung des Managements zu folgen und das Angebot abzulehnen. Ebenso wenig bedeutet ein feindliches Angebot automatisch Nachteile für die Gesellschaft im Sinne von Arbeitsplatzverlusten oder Steuerausfällen durch Betriebsabsiedelungen.²⁵ Deshalb ist es zu befürworten, dass, wie teilweise in der Lit schon praktiziert, der Begriff „feindlich“ durch „unkoordiniert“ ersetzt wird.

2.4.2 Management Buy – Out und Leveraged Buy – Out

Als *Management Buy – Out* (MBO) bezeichnet man den Kauf des Unternehmens durch sein eigenes Management. Im Grunde handelt es sich hierbei lediglich um eine normale Übernahme – die Besonderheit dabei sind nur die beteiligten Akteure. Der Begriff stammt aus den USA. *Management Buy – Outs* haben dort und in Großbritannien auch eine wesentlich größere Bedeutung als in Europa, da die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in diesen Ländern MBOs eher entgegenkommen.²⁶ Als besonders geeignet für MBO Transaktionen

²³ Picot (Hrsg), Handbuch 186 f.

²⁴ Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz (2002) 20.

²⁵ Winner, Zielgesellschaft 20.

²⁶ Hölters in Hölters (Hrsg), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs⁶ (2005) 31 f.

gelten Familienunternehmen mit Nachfolgeproblemen und branchenfremde Unternehmen, die Teil eines Konzerns sind, der sich wieder vermehrt seinen Kernkompetenzen zuwenden will. Von einem *Management Buy – In* (MBI) spricht man hingegen dann, wenn das Unternehmen von externen Managern übernommen wird.²⁷

Der Begriff *Leveraged Buy – Out* (LBO) betrifft dagegen nicht die Teilnehmer der Transaktion, sondern die Form der Finanzierung. *Leveraged*, (dt gehebelt) bedeutet, dass durch einen hohen Fremdfinanzierungsanteil die Renditechancen aber auch das Risiko der eingesetzten Eigenmittel gesteigert werden. Da das Management bei einem *Management Buy – Out* in der Regel nicht über ausreichende Eigenmittel verfügt, wird ein MBO meist als *Leveraged Buy – Out* ausgestaltet sein, wobei die Fremdfinanzierungskosten aus den erwarteten zukünftigen Cash Flows des Unternehmens getilgt werden sollen.²⁸

Grundsätzlich erscheint der Kauf des Unternehmens durch seinen eigenen Manager sinnvoll. Einerseits kennt der Manager sein Unternehmen sehr gut; er hat in der Regel größeres Insiderwissen als der Eigentümer. Damit kann das Unternehmen nach der Übernahme reibungslos weitergeführt werden und da Management und Eigentum nunmehr in einer Hand liegen, ist das Auftreten von Interessenkonflikten (oder *Agency* Konflikten) so gut wie ausgeschlossen.

Problematisch kann das Insiderwissen des Managements hingegen bei der Festlegung des Kaufpreises sein. Er weiß am besten über den Wert des Unternehmens Bescheid und wird kaum mehr als diesen Wert bezahlen wollen. Als Vorstand ist er aber verpflichtet, im Interesse der Anteilseigner zu handeln und somit den Preis zu maximieren, wodurch unweigerlich ein Spannungsverhältnis auftritt. Es ist zu empfehlen, dass sich die beteiligten Parteien zur Kaufpreisbestimmung eines neutralen Beraters bedienen, um Spannungen zu vermeiden.²⁹

Die größte Gefahr bei MBOs liegt aber in der Strukturierung als LBO. Die Transaktion lässt den Verschuldungsgrad des betroffenen Unternehmens enorm ansteigen und nicht selten müssen Vermögenswerte des Unternehmens veräußert werden, da die erwarteten hohen Cash Flows nicht eintreten und die

²⁷ Beisel in Beisel/Klumpp, Unternehmenskauf 289.

²⁸ Hölter in Hölter (Hrsg), Handbuch 31.

²⁹ Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf 328 ff.

Fremdkapitalgeber nicht aus diesen bedient werden können. Bei MBOs ist daher größte Vorsicht geboten. Fremdkapitalgeber sollten geplante Transaktionen eingehend prüfen und die Bestellung von ausreichenden Sicherheiten verlangen.³⁰

3. Rechtsgrundlagen in Österreich

3.1 Das Übernahmegesetz

3.1.1 Geschichte und Entwicklung

Die Entwicklung des österreichischen Übernahmegesetzes begann mit der Erlassung des Bundesgesetzes betreffend Übernahmeangebote im Jahr 1998. Als Grundlage diente der damals aktuelle Entwurf der Übernahmerichtlinie (ÜbRL)³¹, der wiederum den britischen *City Code on Takeovers and Mergers* zum Vorbild hatte.³² Allerdings lag der Einführung des ÜbG nicht die Pflicht zur Umsetzung der ÜbRL, die zu diesem Zeitpunkt noch nicht in Kraft war, sondern ein konkreter Anlassfall zugrunde: Die Übernahme des 51 % Staatsanteils durch die Bank Austria und damit die vollständige Privatisierung der Creditanstalt, die in Österreich hohe politische Wellen schlug, machte die Notwendigkeit eines Übernahmegesetzes deutlich, da man sich bis dato an keinem eigenen gesetzlichen Regelwerk orientieren konnte.³³

Da sich in der endgültigen Fassung der ÜbRL, die 2004 beschlossen wurde und bis 20. Mai 2006 von den Mitgliedstaaten umzusetzen war, zahlreiche Unterschiede zum dem ÜbG 1998 zugrunde liegenden Entwurf fanden, waren in Österreich umfangreiche Anpassungen des Übernahmerechts nötig. Zudem wies das ÜbG auch inhaltlich Lücken auf, die neue Regelungen verlangten. So kannte das ÜbG bis dahin keine Möglichkeit des Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern (*Squeeze Out*). Ein Ausschluss konnte nur im Rahmen von Umgründungsvorgängen durch verschmelzende und errichtende Umwandlungen und nicht

³⁰ Beisel in Beisel/Klump, Unternehmenskauf 292 ff.

³¹ Richtlinie 2004/25/EG des europäischen Parlamentes und des Rates v 21.04.2004 betreffend Übernahmeangebote.

³² Bydlinski/Potyka, Übernahmegesetz: Gesellschafter – Ausschlussgesetz, Umwandlungsgesetz, Spaltungsgesetz; Textausgabe mit Materialien in der Fassung des Übernahmerechts – Änderungsgesetzes (2006) 16.

³³ Diregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht – ein Gesamtüberblick² (2007) 23.

verhältnismäßige Spaltungen erreicht werden, wobei sich die Spaltung als praktikabler erwies.³⁴ Weiters ging das ÜbG bei den Regelungen über Pflichtangebote von einem rein materiellen Kontrollbegriff aus; es gab keine numerische Beteiligungsschwelle unter der sich ein Anteilseigner sicher sein konnte, kein Pflichtangebot stellen zu müssen (*Safe Harbour*).³⁵ Daneben äußerte der VfGH Bedenken über die Verfassungskonformität der Befugnis der Übernahmekommission, Verordnungen zu erlassen.³⁶ Die nötigen Anpassungen wurden in Form des Übernahmerechts - Änderungsgesetzes 2006 (ÜbRÄG 2006)³⁷ vorgenommen.

In Deutschland hingegen war lange Zeit keine eigenständige Kodifikation des Übernahmerechts vorhanden. Es existierten jedoch allgemein anerkannte Leitsätze für freiwillige Übernahmeangebote und ab 1995 ein Übernahmekodex, der sich allerdings bald als untauglich erwies.³⁸ Nach langer Vorbereitung trat schließlich 2002 das mit dem ÜbG vergleichbare Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)³⁹ in Kraft.⁴⁰ Die ÜbRL wurde durch das Übernahmerrichtlinie – Umsetzungsgesetz vom Juli 2006 in das WpÜG eingearbeitet, wobei nur geringer Anpassungsbedarf gegeben war.⁴¹

3.1.2 Aufgaben und Ziele

Das wichtigste Ziel des ÜbG ist es, österreichischen Unternehmen den Zugang zu günstigem Eigenkapital zu erleichtern. Aufgrund der kleinen Größe des österreichischen Kapitalmarktes ist es für heimische Unternehmen von existentieller Bedeutung, dass ausländische institutionelle Investoren wie insbesondere Pensionsfonds und Investmentunternehmen einfachen Zugang zum österreichischen

³⁴ Hödl in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 531ff.

³⁵ Bydlinski/Potyka, Übernahmegesetz 16; Huber/Alscher, Übernahmerechts-Änderungsgesetz – ein Überblick, ecolex 2006, 574 f.

³⁶ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 24.

³⁷ Übernahmerechts – Änderungsgesetz, BGBl I 2006/75.

³⁸ Fuchs, Einleitende Worte zum Symposium „10 Jahre Übernahmegesetz“, GesRZ 2010, 5.

³⁹ (deutsches) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001, BGBl I 3822, zuletzt geändert am 30.06.2009 durch BGBl I 2479.

⁴⁰ Bouchon/Müller-Michaels in Hölter, Handbuch 971.

⁴¹ Zehetmeier-Müller/Zirngibl in Geibel/Süßmann (Hrsg), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) Kommentar² (2008) Einleitung Rz 21.

Kapitalmarkt haben.⁴² Der heimische Kapitalmarkt stand und steht in ständigem Wettbewerb zu dutzenden anderen vergleichbaren Standorten und muss daher ständig danach trachten das Interesse dieser ausländischen institutionellen Anleger hoch zu halten.⁴³ Eine wichtige Voraussetzung dafür ist das Vorhandensein einer stabilen und international anerkannten Rechtslage. Durch das ÜbG wurde eine solche Rechtslage geschaffen, die den Börsenplatz Wien nachhaltig gestärkt und österreichische Unternehmen für internationale Investoren interessanter gemacht hat.⁴⁴

Die weiteren Ziele des ÜbG stehen zum primären Ziel der Stärkung des Kapitalmarktes in einer Zweck – Mittel Beziehung. Insbesondere soll der Schutz von Minderheitsaktionären eine stärkere Nachfrage nach Eigenkapitaltiteln und damit eine Stärkung des Kapitalmarktes zur Folge haben.⁴⁵ Im Wesentlichen besteht dieser Anlegerschutz aus zwei Teilen:

Um die Gleichbehandlung aller Anleger zu sichern und Informationsungleichgewichte am Kapitalmarkt auszugleichen, sieht das ÜbG ein geordnetes Angebotsverfahren vor. Dazu gehören u.a. Informationspflichten des Bieters und der Zielgesellschaft (§§ 5 f ÜbG), Regelungen über Paralleltransaktionen (§ 16 ÜbG) und das Rücktrittsrecht bei Vorliegen von konkurrierenden Übernahmeangeboten (§ 17 ÜbG).⁴⁶

Daneben stellt das Pflichtangebot einen wichtigen Teil des Anlegerschutzes dar. Es ermöglicht den Anteilseignern den Austritt aus der Gesellschaft durch Annahme des Pflichtangebotes des Bieters, dass dieser den Restaktionären zu stellen hat, wenn er einen kontrollierenden Anteil an der Zielgesellschaft erworben hat. Dies ist insofern ein wichtiges Instrument, als der neue Eigentümer selbstverständlich seine Kontrolle dazu nutzen wird, um das Unternehmen nach seinen Vorstellungen umzugestalten. Wenn die neue Ausrichtung des Unternehmens nicht mit den Vorstellungen der Minderheitsaktionäre übereinstimmt, können diese aus der Gesellschaft austreten.⁴⁷ Vorrangiges Ziel ist daher der Konzerneingangsschutz. Seit dem ÜbRÄG 2006 ist überdies vollständig

⁴² *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 26.

⁴³ *Winner*, Zielgesellschaft 42.

⁴⁴ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 26.

⁴⁵ *Winner*, Zielgesellschaft 44.

⁴⁶ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 27.

⁴⁷ *Winner*, Zielgesellschaft 44.

gewährleistet, dass vom Pflichtangebot betroffene Minderheitsaktionäre preislich gegenüber etwaigen Großaktionären, die ihre Anteile im Rahmen eines Paketkaufs an den Bieter veräußert haben, nicht benachteiligt sind.⁴⁸ Der im Pflichtangebot angebotene Preis muss mindestens dem Paketpreis entsprechen⁴⁹. Dadurch erhalten die Minderheitsaktionäre ebenfalls Anteile an der im Paketpreis enthaltenen Kontrollprämie, wobei der Bieter dies natürlich bereits bei den Verhandlungen über den Paketpreis einkalkulieren wird.

3.1.3 Das Übernahmeangebot

Im Folgenden soll kurz der Anwendungsbereich des ÜbG erläutert werden, wobei angemerkt sein soll, dass eine detaillierte Betrachtung außerhalb der Ziele dieser Arbeit liegt.⁵⁰

Gem § 2 ÜbG gilt das ÜbG für öffentliche Angebote zum Erwerb von Beteiligungspapieren, die von einer Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland ausgegeben wurden und an einer österreichischen Börse (dh an der Wiener Börse) zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Nicht umfasst sind daher Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die am ungeregelten dritten Markt der Wiener Börse notieren.⁵¹ Ein öffentliches Übernahmeangebot ist laut § 1 Abs 1 ÜbG ein Angebot an die Inhaber von Beteiligungspapieren einer Aktiengesellschaft zum Erwerb eines Teils oder aller Beteiligungspapiere gegen Barzahlung oder im Austausch gegen andere Wertpapiere.

Das Übernahmeangebot ist neben dem individuell mit dem Großaktionär ausgehandelten Paketkauf und dem normalen börslichen Erwerb nur eine von mehreren Techniken, um Anteile an der Zielgesellschaft zu erwerben. Es kann auch neben andere Erwerbsmethoden treten. Zum Beispiel erwirbt der Bieter oft einen Anteil über die Börse oder auch im Wege des Paketkaufs von einem Großaktionär, um seine Ausgangsposition für das folgende öffentliche Übernahmeangebot zu verbessern. Umgekehrt kann das Übernahmeangebot aber auch zeitlich vor den

⁴⁸ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 27.

⁴⁹ *Huber in Huber*, Übernahmegesetz Kommentar (2007) zu § 26 Rz 8 ff.

⁵⁰ Vgl weiterführend dazu *Herbst in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 506.

⁵¹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 RZ 5 ff.

anderen Erwerbsmöglichkeiten stehen, wenn es z.B. dazu eingesetzt wird, um einen kontrollierenden Anteil an der Zielgesellschaft zu erlangen, um damit die verbleibenden Restaktionäre unter Druck zu setzen.⁵²

Die Wahl des Übernahmeangebots als Weg zur Kontrollerlangung erscheint nur dann sinnvoll, wenn die Wertpapiere der Zielgesellschaft ausreichend im Markt gestreut sind. Ist dies nicht der Fall, wird idR eine direkte Verhandlung mit den Anteilseignern die erfolgsversprechendere Variante sein.⁵³

Umfasst sind Pflichtangebote (§§ 22 ff. ÜbG), die bei Erreichung einer unmittelbar oder mittelbar kontrollierenden Beteiligung an der Zielgesellschaft zwingend zu erfolgen haben, wobei nach neuer Rechtslage nunmehr idR von einem formellen Kontrollbegriff auszugehen ist. Pflichtangebote müssen alle Beteiligungspapiere (also etwa auch Wandelschuldverschreibungen) umfassen, auch solche, die nicht börsennotiert sind.⁵⁴ Eine kontrollierende unmittelbare Beteiligung liegt grundsätzlich ab einem Stimmrechtsanteil von mehr als 30% vor, wobei die §§ 24 und 25 ÜbG Ausnahmen vorsehen, wenn eine über 30% Beteiligung keine Kontrolle vermittelt.⁵⁵ Somit liegt unter einem Anteil von 30% ein *Safe Harbour* vor, in dem Anteilseigner niemals zur Angebotstellung verpflichtet sind. Diese hohe Schwelle erscheint äußerst problematisch, denn oftmals kann in Österreich wegen der schwachen Präsenz bei Hauptversammlungen schon ein 20%iger Anteil für die Kontrolle über die Gesellschaft ausreichen.⁵⁶ Eine kontrollierende mittelbare Beteiligung liegt vor, wenn der kontrollierende Anteil an der Zielgesellschaft von anderen Rechtsträgern gehalten wird, an denen wiederum eine kontrollierende Beteiligung besteht oder auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt wird.

Ob bei einer mittelbaren Beteiligung der materielle oder der formelle Kontrollbegriff zur Anwendung gelangt, richtet sich danach, durch welchen Rechtsträger die Kontrolle vermittelt wird. Bei Vermittlung durch eine börsennotierte Aktiengesellschaft ist die formelle Kontrollschwelle von 30% anzuwenden, während bei Vermittlung durch nicht börsennotierte Aktiengesellschaften oder durch Rechtsträger anderer Rechtsformen der materielle Kontrollbegriff des

⁵² *Winner*, Zielgesellschaft 17 ff.

⁵³ *Winner*, Zielgesellschaft 18 f.

⁵⁴ *Feyl/Rath*, Wandelschuldverschreibungen im Übernahmerecht, GesRZ 2009, 225.

⁵⁵ *Herbst in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 506.

⁵⁶ *Fuchs*, GesRZ 2010, 5.

beherrschenden Einflusses zur Anwendung gelangt. Zur Beurteilung des Vorliegens eines beherrschenden Einflusses wird wie nach alter Rechtslage § 244 Abs 2 UGB⁵⁷ herangezogen, der eigentlich die Pflicht zur Aufstellung eines Konzernabschlusses regelt. Das Gesetz nennt folgende Tatbestände, die einen beherrschenden Einfluss vermitteln: Stimmenmehrheit, Nominierungsrechte für die Mehrheit der Verwaltungs- und Aufsichtsorgane, das zustehende Recht, beherrschenden Einfluss auszuüben und Syndikatsverträge.⁵⁸

Der Begriff „Pflicht“angebot darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass dem Angebot letztlich noch immer eine privatautonome Entscheidung zur Übernahme der Zielgesellschaft zu Grunde liegt, da ja der Kontrollerwerb, der zur Abgabe des Pflichtangebots geführt hat, schon davor freiwillig erfolgt ist, sei es z.B. durch börslichen Erwerb oder außerbörslichen Paketkauf. Der Zweck der Regelungen über die Abgabe von Pflichtangeboten ist vor allem die Gleichbehandlung aller Anteilseigner, insbesondere in der Frage der Preisfindung.⁵⁹

Daneben ist das ÜbG auch auf freiwillige öffentliche Angebote anzuwenden. Bei Angeboten ohne beabsichtigten Kontrollerwerb (z.B. bei einer angestrebten Beteiligungsquote, die unter der Kontrollschwelle liegt) sind die strengeren Vorschriften für Pflichtangebote nicht anzuwenden. Wenn ein freiwilliges Angebot jedoch auf Kontrollerlangung gerichtet oder zumindest dazu geeignet ist, sind zusätzlich die Regelungen für Pflichtangebote weitgehend sinngemäß anzuwenden.⁶⁰

Für die Verhaltensmaßstäbe für Zielgesellschaften ist es freilich nicht von Bedeutung, ob das Übernahmeangebot ein Pflichtangebot oder ein freiwilliges Angebot darstellt.

3.2 Andere relevante Rechtsgrundlagen

Das österreichische Kapitalmarktrecht ist nicht in einer Einheit kodifiziert, sondern besteht aus mehreren Einzelgesetzen. Für Übernahmeangebote beinhaltet

⁵⁷ Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch), dRGBI 1897, 219, zuletzt geändert durch BGBl I 2005/120.

⁵⁸ *Ruhm/Knauder/Sima*, Konzernrecht (2008) 27 f.

⁵⁹ *Winner*, Zielgesellschaft 21 f.

⁶⁰ *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 7 ff.

naturgemäß das ÜbG den Kern der Regelungen, jedoch sind daneben auch andere Gesetze relevant.

Eng verbunden ist das ÜbG mit dem Gesellschaftsrecht. Das Aktiengesetz (AktG)⁶¹ enthält die gesellschaftsrechtlichen Grundregeln für Aktiengesellschaften, die auch im Übernahmeverfahren ihre Geltung behalten. Außerdem darf nicht vergessen werden, dass Übernahmen häufig von gesellschaftsrechtlichen Vorgängen ausgelöst werden.⁶²

Im durch das ÜbRÄG 2006 geschaffenen GesAusG⁶³ wird das Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern gegen Barabfindung durch einen Hauptgesellschafter, der mindestens 90% des Nennkapitals hält, einheitlich geregelt („Squeeze – out“).⁶⁴ Davor wurde der Ausschluss von Gesellschaftern in der Praxis vor allem durch nicht verhältnismäßige Spaltungen („Squeeze – Out Spaltung“) erreicht. Da aber ein VfGH Erkenntnis⁶⁵ diese Vorgehensweise kritisierte und die Praxis eine Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses ohne Vermögensübergang forderte, entschied sich der Gesetzgeber zu einer kompletten Neuregelung im GesAusG.⁶⁶ Seitdem können bei Übernahmen iSd ÜbG unter Beachtung der Sonderregelungen des § 7 GesAusG⁶⁷ Minderheitsgesellschafter nach Erreichen der 90% Schwelle ausgeschlossen werden. Im Ergebnis ist es also für die Erlangung des 100% Anteils an der Zielgesellschaft nur nötig, 90% der Anteile durch ein Übernahmeangebot zu erwerben, da die restlichen Anteile durch eine Barabfindung an die Eigentümer zwangsweise erlangt werden können.⁶⁸

Das BörseG⁶⁹ sieht in den §§ 91 – 93 Meldepflichten gegenüber der FMA bei Erreichen, Überschreiten und Unterschreiten von bestimmten Anteilsschwellen (etwa 5%, 10%, 15% etc.) durch Erwerb oder Veräußerung von Anteilen vor, die neben die

⁶¹ Bundesgesetz über Aktiengesellschaften, BGBl 1965/98, zuletzt geändert durch BGBl I 2009/71.

⁶² Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 1 ff.

⁶³ Bundesgesetz über den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, BGBl I 2006/75.

⁶⁴ Hödl in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 531 ff.

⁶⁵ VfGH G 129/04-17.

⁶⁶ Gall/Potyka/Winner, Squeeze – out, Der Gesellschafterausschluss bei AG und GmbH (2006) 25.

⁶⁷ Vgl. dazu ausführlich Hödl in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 551 ff.

⁶⁸ Huber/Alscher, eolex 2006, 577.

⁶⁹ Bundesgesetz vom 8. November 1989 über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen und über die Abänderung des Börsensensale-Gesetzes 1949 und der Börsegesetz-Novelle 1903 (Börsegesetz 1989), BGBl 1989/555, zuletzt geändert durch BGBl I 2009/22.

Meldepflichten des ÜbG treten.⁷⁰ Diese Meldepflichten sollen verhindern, dass der Bieter unbemerkt von den anderen Aktionären durch sukzessiven Anteilskauf an der Börse einen kontrollierenden Anteil an der Gesellschaft erwirbt. Die Anteilseigner werden dadurch immer über wesentliche Veränderungen der Eigentümerstruktur der Gesellschaft informiert.⁷¹

In § 48a BörseG regelt der Gesetzgeber das Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation. In diesem Zusammenhang von Relevanz sind auch die Ad – hoc – Publizitätspflichten des § 48d BörseG, nach dem Emittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben haben, um Marktverzerrungen zu verhindern.⁷²

Ergänzt wird das Kapitalmarktrecht durch das Kapitalmarktgesetz 1991 (KMG)⁷³, das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG)⁷⁴ und das Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz 2001 (FMAG)⁷⁵. Die Finanzmarktaufsicht (FMA) ist als Behörde für die öffentliche Aufsicht über den Finanzbereich zuständig, nicht aber für die Überwachung von Übernahmeverfahren, da in diesem Bereich mit der Übernahmekommission eine eigene Behörde existiert.⁷⁶

4. Die Organe der Zielgesellschaft in der Übernahme

4.1 Interessenkonflikte der Leitungsorgane

IdR genießen die Verwaltungsorgane einer Gesellschaft das Vertrauen der Anteilseigner. Der Aufsichtsrat wurde von den Anteilseignern gewählt und der

⁷⁰ Herbst in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 512 f.

⁷¹ Meusburger/Winner in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch Kapitalmarktrecht III (2006) 39.

⁷² Dazu eingehend Kalss/Zahradnik, BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A Transaktionen, eolex 2006, 393 ff; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 1 ff.

⁷³ Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes sowie über die Abänderung des Aktiengesetzes 1965, des Genossenschaftsgesetzes, des Nationalbankgesetzes 1984, des Kreditwesengesetzes und des Versicherungsaufsichtsgesetzes, BGBl 1991/625, zuletzt geändert durch BGBl I 2008/69.

⁷⁴ Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen, BGBl I 2007/60, zuletzt geändert durch BGBl I 2009/152.

⁷⁵ Bundesgesetz über die Errichtung und Organisation der Finanzmarktaufsichtsbehörde, BGBl I 2001/97, zuletzt geändert durch BGBl I 2009/66.

⁷⁶ Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 25.

Vorstand vom Aufsichtsrat bestellt. Die Anteilseigner, konkret ihre Vertreter im Aufsichtsrat, wählen Personen als Vorstandsmitglieder aus, denen sie zutrauen, die Gesellschaft im Interesse des Unternehmens und seiner Anteilseigner zu führen. Dennoch verhalten sich die Verwaltungsorgane, insb der Vorstand, nicht immer loyal zu ihren Anteilseignern. Der Gesetzgeber hat deshalb gesellschaftsrechtliche Regelungen erlassen, die eine Interessenwahrungspflicht der Verwaltungsorgane statuieren. Konkret hat der Vorstand einer Aktiengesellschaft gem § 70 AktG im Interesse des Wohles des Unternehmens unter Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und des öffentlichen Interesses zu handeln. Im ÜbG findet sich in § 3 Z 3 eine *lex specialis* zu § 70 AktG, die anordnet, dass die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft neben den Interessen der Arbeitnehmer, der Gläubiger und öffentlichen Interessen vor allem die Interessen der Beteiligungspapierinhaber zu vertreten haben.⁷⁷

4.1.1 Feindliche Übernahmeangebote

Entsprechend den eben dargelegten Ausführungen müssen die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft im Fall eines Übernahmeangebots diesem ablehnend gegenüberstehen, wenn es nicht im Interesse der Beteiligungspapierinhaber der Zielgesellschaft ist. Durch die Ablehnung der Verwaltungsorgane gilt das Angebot als feindlich. Die ablehnende Haltung der Organe ist in der Realität aber keineswegs immer durch Interessen der Anteilseigner gerechtfertigt, da auch egoistische Motive der Verwaltungsorgane dahinter stehen können: Machtverlust durch Umstrukturierungen, Verkauf von Vermögenswerten nach der Übernahme oder die Befürchtung, durch die neuen Eigentümer ausgetauscht zu werden.⁷⁸ Die Leitungsorgane agieren also häufig aus egoistischen Motiven als Verhinderer eines aus der Sicht der Beteiligungspapierinhaber positiv zu bewertenden Übernahmeangebots.

⁷⁷ Winner, Zielgesellschaft 73 f.

⁷⁸ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 688, 700.

4.1.2 Freundliche Übernahmeangebote

Bei freundlichen Übernahmeangeboten kann es ebenfalls zu Interessenkonflikten kommen. Wenn die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft, aus welchen Motiven auch immer, das Übernahmeangebot befürworten, werden sie danach trachten, dass das Angebot von den Aktionären angenommen wird und dies unabhängig davon, ob der Angebotspreis aus der Sicht der Anteilseigner vorteilhaft ist oder nicht. Oft haben die Verwaltungsorgane den Deal sogar selbst herbeigeführt oder der Bieter hat ihnen für den Fall des Erfolgs des Angebots vorteilhafte Verträge in Aussicht gestellt. Um die Aktionäre zur Annahme des Angebots zu bewegen werden ihnen seitens der Verwaltungsorgane häufig pessimistische Entwicklungsszenarien für das Unternehmen im Falle des Scheiterns des Angebots dargelegt.⁷⁹

Sowohl bei freundlichen als auch bei feindlichen Angeboten liegt also ein gleichartiges Problem vor. Es besteht das Risiko, dass die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft (meist der Vorstand) aufgrund persönlicher Motive nicht im Interesse der Anteilseigner handeln. Um die Anteilseigner vor solchen egoistischen Handlungen zu schützen, sieht das ÜbG verschiedene Verhaltenspflichten für die Leitungsorgane, wie z.B. das Verhinderungsverbot, vor.

4.1.3 Management Buy – Out

Bei MBOs besteht grundsätzlich das gleiche Problem wie bei freundlichen Angeboten, da das Management dem eigenen Angebot naturgemäß positiv gegenüberstehen wird. Allerdings ist das Informationsgefälle zwischen dem Management, das ja gleichzeitig als Organ der Zielgesellschaft und als Bieter auftritt und den Anteilseignern ungleich größer. Das umfassende Wissen des Managements über das Unternehmen führt zu der ungewöhnlichen Situation, dass der Käufer den Wert des Unternehmens besser einschätzen kann als der Verkäufer. Da das Management direkt und persönlich am Erfolg des Angebots beteiligt ist, wird es den Informationsvorsprung bei der Preisbildung zu eigenen Gunsten ausnutzen, indem

⁷⁹ Winner, Zielgesellschaft 66.

es z.B. den Anteilseignern falsche oder unzureichende Informationen liefert. Obgleich auch das Management die Bieterpflichten zu beachten hat, bringt diese Transaktionsform besondere Gefahren mit sich.⁸⁰

4.2 Neutralitätsgebot – Interessenwahrungspflicht

Wie bereits erwähnt normiert der Gesetzgeber in § 3 Z 3 ÜbG, dass Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft im Interesse aller Aktionäre und sonstiger Inhaber von Beteiligungspapieren wie auch im Interesse der Arbeitnehmer, der Gläubiger und im öffentlichen Interesse handeln müssen. Diese Regelung ist lex specialis zur allgemeinen Regel des § 70 Abs 1 AktG, die normiert, dass der Vorstand grundsätzlich zum Wohl des Unternehmens zu handeln und dabei die Interessen der Stakeholder zu berücksichtigen hat. Die Regelung des ÜbG macht durch das Fehlen der Maxime des Handelns zum Wohl des Unternehmens deutlich, dass die Verwaltungsorgane keine den Interessen der Stakeholder zuwiderlaufenden Entscheidungen treffen dürfen, um dem „Unternehmensinteresse“ zu dienen. Das Unternehmensinteresse stellt im ÜbG keinen Wert dar, den die Organe zu berücksichtigen haben.⁸¹ In der Praxis soll damit verhindert werden, dass die Verwaltungsorgane durch Heranziehung von „Unternehmensinteressen“ als Argumentation aus persönlichen Motiven für die Anteilseigner vorteilhafte Angebote ablehnen und damit Übernahmen verhindern.⁸²

§ 3 Z 3 ÜbG besagt allerdings auch, dass die Organe im Interesse aller genannten Stakeholder zu handeln haben. Das Interesse der Anteilseigner liegt regelmäßig in der Wertsteigerung, der Erhöhung des Shareholder Value. Die Arbeitnehmer sind an der Erhaltung ihrer Arbeitsplätze interessiert und die Gläubiger trachten nach einer stabilen finanziellen Basis und dem Erhalt der Vermögenswerte des Unternehmens, damit ihre Forderungen befriedigt werden können. Zu Beeinträchtigungen von Gläubigerinteressen kann es vor allem bei *Leveraged Buy – Outs* kommen, da bei diesen der Verschuldungsgrad extrem erhöht wird und die zukünftigen Cash Flows der Finanzierung des Kaufpreises dienen, wodurch die

⁸⁰ Dubsy in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 67 ff.

⁸¹ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 3 Rz 30 ff.

⁸² Winner, Zielgesellschaft 73 f.

finanzielle Stabilität des Unternehmens verschlechtert wird. Die Öffentlichkeit hat volkswirtschaftliche Interessen am Erhalt von Schlüsselindustrien und Technologien und der Vermeidung von Insolvenzen. Die Wahrung von „österreichischen Interessen“ im Sinne eines heimischen Kernaktionärs ist hingegen schon aus einer rein wirtschaftlichen Perspektive kritisch zu sehen und widerspricht überdies dem Gleichbehandlungsgebot des § 3 Z 1 ÜbG.⁸³ *Winner* ist demgegenüber anderer Ansicht. Er hält es durchaus für zulässig, bei sachlicher Darlegung den Anteilseignern eine Ablehnung des Angebots aufgrund der Verletzung österreichischer Interessen zu empfehlen.⁸⁴

Hier zeigen sich auch schon die Schwächen des § 3 Z 3 ÜbG, die er mit § 70 AktG teilt: Wie sind die Interessen gegeneinander abzuwägen? Die Interessen welcher Stakeholder stehen im Vordergrund? Es ist offensichtlich, dass häufig Situationen auftreten, in denen sich die Interessen verschiedener Stakeholder diametral gegenüberstehen. Insbesondere Aktionäre und Arbeitnehmer haben häufig gegenläufige Interessen: Während sich auf den Shareholder Value Personalreduktionen oft äußerst positiv auswirken, werden Arbeitnehmer nie Interesse daran haben, ihren Arbeitsplatz zu verlieren. Aber auch öffentliche Interessen können mit Aktionärsinteressen kollidieren, wenn z.B. ein Bieter aus Kostengründen nach der Übernahme Produktionsstätten samt Schlüsseltechnologien ins Ausland absiedeln möchte. Der Gesetzgeber wollte durch die nicht aussagekräftige Formulierung in diesem Punkt wohl eine Interessenabwägung durch die Organe erreichen. Damit wäre aber wieder die Gefahr verbunden, dass die Organe die Interessenabwägung als Vorwand benutzen, um im persönlichen Interesse zu handeln – genau dies will das ÜbG durch die vom AktG abweichende Formulierung jedoch verhindern.⁸⁵

Deshalb ist es zielführend, den § 3 Z 3 ÜbG einschränkend wie folgt auszulegen: Die Organe haben primär die Interessen der Beteiligungspapierinhaber zu wahren. Daneben haben sie zudem besonderes Augenmerk auf die Interessen der übrigen Stakeholder zu legen. Für den Vorrang der Aktionärsinteressen sprechen auch die Wortwahl „wie auch“ im Gesetzestext und vor allem die Erläuterungen zur

⁸³ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 3 Rz 30 ff.

⁸⁴ *Winner*, Zielgesellschaft 80.

⁸⁵ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 3 Rz 30 ff.

RV⁸⁶, aus denen die diesbezügliche Absicht des Gesetzgebers klar hervorgeht.⁸⁷ Damit folgt das ÜbG im Ergebnis einem gemäßigten Shareholder – Konzept, dh Primat der Anteilseigner unter Berücksichtigung der Interessen anderer Stakeholder.⁸⁸

Dies ist rechtlich von großer Bedeutung, da damit klargestellt wird, dass in erster Linie der Eigentümer das wichtigste Interesse am Unternehmen hat, denn letztlich ist es noch immer er, der das Risiko des Verlustes des eingesetzten Kapitals trägt. Gläubiger hingegen können sich vertraglich, etwa durch restriktive Vertragsklauseln und Sicherheiten gegen Ausfälle schützen und auch im Insolvenzfall gehen ihre Ansprüche nicht völlig verloren. Ebenso ist das Risiko der Arbeitnehmer beschränkt, denn ihr Produktionsfaktor, die Arbeitskraft, geht in einer Insolvenz nicht verloren. Da der Vorrang der Interessen der Aktionäre durch den Gesetzgeber anerkannt ist, ist der dargelegte Konflikt trotz der unglücklichen Formulierung des § 3 Z 3 ÜbG nur ein scheinbarer, denn letztlich ist das Wohl der Anteilseigner ausschlaggebend. So kann z.B. die Liquidation des Unternehmens trotz des Arbeitsplatzverlustes für die Beschäftigten für den Eigentümer vorteilhaft und damit zulässig sein.

Anzuwenden ist § 3 Z 3 ÜbG nicht erst bei Vorliegen eines Angebots, sondern ab dem Zeitpunkt, zu dem die Zielgesellschaft von den Überlegungen des Bieters über eine Angebotsstellung Kenntnis erlangt. Denn würde § 3 Z 3 ÜbG erst ab Bekanntwerden der Angebotsabsicht gelten, könnte der Vorstand bei bloßer Kenntnis von Überlegungen zur Angebotsstellung das Angebot gem § 70 AktG mit Hinweis auf das Unternehmensinteresse ablehnen.⁸⁹

§ 3 Z 3 ÜbG stellt nur eine allgemeine Regel dar, die durch weitere Regelungen, jeweils zum Schutz der Interessen bestimmte Personengruppen konkretisiert wird. So dienen zum Beispiel die Bekanntmachungspflichten der §§ 5, 6 ÜbG dem Schutz der Anteilseigner durch gleichmäßige Informationsweitergabe.⁹⁰

⁸⁶ ErläutRV ÜbG 1999 [25].

⁸⁷ Winner, Zielgesellschaft 74.

⁸⁸ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 56.

⁸⁹ Winner, Zielgesellschaft 80 f.

⁹⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 63 ff.

4.3 Gleichbehandlungsgebot

§ 3 Z 1 ÜbG normiert, dass Inhaber von Beteiligungspapieren, die sich in gleichen Verhältnissen befinden, gleich zu behandeln sind, wobei sachlich gerechtfertigte Differenzierungen zulässig sind. Das Gleichbehandlungsgebot gilt ausnahmslos bei allen Arten von Angeboten.⁹¹ Es richtet sich in erster Linie an den Bieter, der an alle Anteilseigner Angebote mit gleichen Konditionen zu stellen hat, es sei denn, er kann Abweichungen sachlich rechtfertigen. Sachlich gerechtfertigt können Ungleichbehandlungen vor allem dann sein, wenn Beteiligungspapiere unterschiedlicher Gattungen vorliegen, wie z.B. Stamm- und Vorzugsaktien.⁹² Innerhalb einzelner Gattungen sind Ungleichbehandlungen aber jedenfalls unzulässig.⁹³ *Huber / Alscher* halten hingegen eine Ungleichbehandlung innerhalb einzelner Gattungen bei sachlicher Rechtfertigung für zulässig.⁹⁴ Kein sachliches Differenzierungsmerkmal ist das Ausmaß der Beteiligung, also die Unterscheidung zwischen Groß- und Kleinaktionären.⁹⁵

Neben dem Bieter trifft das Gleichbehandlungsgebot auch alle anderen Akteure im Übernahmeverfahren wie beteiligte Kernaktionäre, die Zielgesellschaft und ihre Organe und auch die ÜbK.⁹⁶ Hier interessiert vor allem die Zielgesellschaft. Schon im BörseG⁹⁷ und im AktG⁹⁸ ist geregelt, dass alle Aktionäre von der Gesellschaft gleich zu behandeln sind.⁹⁹ Trotzdem ist auch die Zielgesellschaft in Gestalt ihrer Organe an das übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgebot gebunden.

Die Organe der Zielgesellschaft dürfen im Übernahmeverfahren keine Maßnahmen zu Gunsten einzelner Aktionäre treffen. Insbesondere müssen sich die Organe strikt neutral verhalten, wenn ein bestehender Aktionär ein Übernahmeangebot legt, auch wenn dieser selbst im Aufsichtsrat vertreten ist. Sie müssen allen Aktionären, die sich in der gleichen Situation befinden, die gleichen

⁹¹ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 48.

⁹² *Huber/Alscher in Huber*, Übernahmegesetz § 3 Rz 9 f.

⁹³ ErläutRV ÜbRÄG 2006 [6].

⁹⁴ *Huber/Alscher in Huber*, Übernahmegesetz § 3 Rz 15.

⁹⁵ *Winner*, Zielgesellschaft 78 f.

⁹⁶ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 46.

⁹⁷ § 83 Abs 1 BörseG.

⁹⁸ § 47a AktG.

⁹⁹ ErläutRV ÜbG 1999 [25].

Informationen verschaffen und dürfen Groß- und Mehrheitsaktionäre nicht bevorzugen. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass das Gleichbehandlungsgebot gebietet, dass für die Zielgesellschaft die Interessen von Großaktionären nicht vorrangig sind. Laut *Winner* haben sich die Organe der Zielgesellschaft gem der generellen Zielsetzung des ÜbG vielmehr an den Interessen des typischen Kleinanlegers zu orientieren.¹⁰⁰ ME kann eine Orientierung am Typ Kleinanleger nicht zulässig sein, denn dies würde wiederum eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung aufgrund des unsachlichen Differenzierungskriteriums Beteiligungsausmaß bedeuten und gerade das will das ÜbG mit dem Gleichbehandlungsgebot ja verhindern.

In Deutschland findet sich die entsprechende Regelung in § 3 Abs 1 WpÜG, wobei ein Unterschied zur österreichischen Rechtslage besteht, insofern als das Gesetz lässt lediglich die Ungleichbehandlung unterschiedlicher Wertpapiergattungen zulässt. Jede andere Ungleichbehandlung ist jedoch iS eines formellen Gleichbehandlungsgebotes ausgeschlossen, auch wenn sie sachlich gerechtfertigt sein sollte.¹⁰¹ Auch wenn die österreichische Regelung flexiblere Beurteilungen erlaubt, so weist die deutsche Rechtslage doch erheblich größere Rechtssicherheit auf.

4.4 Informationsasymmetrien

Um das Funktionieren eines Kapitalmarktes zu gewährleisten ist es von äußerst großer Wichtigkeit, Informationsasymmetrien soweit wie möglich zu reduzieren. Von Informationsasymmetrien spricht man in der Finanzwirtschaft dann, wenn einem Marktteilnehmer mehr Informationen über ein am Markt vertretenes Unternehmen bekannt sind als einem Anderen. Dies führt dazu, dass der Marktteilnehmer mit dem Informationsvorsprung dem Unternehmen einen anderen Wert zuschreibt als die uninformierten Marktteilnehmer. Der „Insider“ wird geneigt sein dieses Wissen zu benutzen, um andere Marktteilnehmer zu übervorteilen. Dies führt zu erheblichen Preisverzerrungen an den Kapitalmärkten und im Extremfall

¹⁰⁰ *Winner*, Zielgesellschaft 29.

¹⁰¹ *Wackerbarth* in *Kropff/Semler* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz IX/1² (2004) § 3 WpÜG Rz 4.

schlussendlich zum Verlust des Vertrauens der Marktteilnehmer in den Kapitalmarkt und somit zu erheblichen Konsequenzen für die Volkswirtschaft.¹⁰² Im Kapitalmarktrecht versucht der Gesetzgeber an mehreren Stellen dem Problem der Informationsasymmetrien entgegenzuwirken. Durch die Regelungen über die Ad – hoc – Publizität¹⁰³ soll durch Veröffentlichungspflichten schon die Entstehung von Informationsasymmetrien unterbunden. Die Regeln des Insiderrechts sollen die unrechtmäßige Ausnutzung von Insiderinformationen verhindern.¹⁰⁴

Auch im ÜbG hat der Gesetzgeber an mehreren Stellen Regelungen erlassen, die das Auftreten von Informationsasymmetrien und die damit einhergehenden Probleme im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten, im Gesetz „Insiderhandel und Marktverzerrungen“ genannt, verhindern sollen. Insbesondere in den §§ 5, 6 ÜbG wird geregelt, wie in der Übernahme mit Informationen vorzugehen ist. Durch das ÜbRÄG 2006 wurden diese Bestimmungen nicht wesentlich verändert.¹⁰⁵ Zu beachten ist dabei, dass die übernahmerechtlichen Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten die sonstigen entsprechenden kapitalmarktrechtlichen Pflichten nicht automatisch verdrängen. Primär betreffen die Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten naturgemäß den Bieter, da die Angebotsüberlegungen und damit die möglicherweise zu einer Marktverzerrung geeigneten Informationen von ihm ausgehen. Aber auch die Organe der Zielgesellschaft werden in § 6 ÜbG durch das Gesetz verpflichtet.¹⁰⁶

Gerade im Bereich von Unternehmensübernahmen geht von asymmetrischen Informationen und ihrem Missbrauch eine besonders große Gefahr aus. Öffentliche Übernahmeangebote werden regelmäßig zu einem Preis gemacht, der Prämien gegenüber dem aktuellen Börsenkurs beinhaltet, um die Erfolgswahrscheinlichkeit des Angebots zu erhöhen. Ab der Veröffentlichung des Angebots reagiert der Markt in Form von Kursveränderungen in den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft (aber auch jenen des Bieters). Der Kurs kann sich auf Werte unter oder sogar über

¹⁰² Siehe dazu *Akerlof*, The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 1970, 488; *Spence*, Job Market Signaling, *Quarterly Journal of Economics* 1973, 355; *Stiglitz*, Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, *Quarterly Journal of Economics* 1976, 629, die für ihre intensive Forschungstätigkeit zur Theorie der asymmetrischen Informationen im Jahr 2001 mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet wurden.

¹⁰³ § 48d BörseG.

¹⁰⁴ *Winner*, Zielgesellschaft 107.

¹⁰⁵ *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 5 Rz 2, § 6 Rz 2.

¹⁰⁶ *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 5 Rz 5.

dem angebotenen Preis bewegen, je nachdem ob der Markt vom Erfolg des Angebots ausgeht, eine Preiserhöhung oder sogar konkurrierende Bieter erwartet. IdR ist ein Übernahmeangebot aber eine gute Nachricht für die Anteilseigner der Zielgesellschaft, denn es kommt meist, zumindest in der ersten Phase nach der Veröffentlichung des Angebots zu erheblichen Kurssteigerungen. Wenn nun einzelne Marktteilnehmer vor der Veröffentlichung des Angebots Kenntnis von diesem erlangen, können sie diese Insiderinformation durch den Kauf der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu ihrem Vorteil ausnutzen, denn die Papiere werden wahrscheinlich im Wert steigen. Massive Transaktionen von Insidern führen allerdings schon vor Veröffentlichung des Angebots zu Preisbewegungen am Markt, also zu Marktverzerrungen. Um dies zu vermeiden besteht die Notwendigkeit, potentiell zu Marktverzerrungen geeignete Informationen so lange wie möglich geheim zu halten. Wenn jedoch die Geheimhaltung nicht mehr aufrechterhalten werden kann und die Gefahr von Marktverzerrungen besteht oder solche sogar schon aufgetreten sind, ist eine rasche Bekanntmachung der relevanten Informationen geboten.¹⁰⁷

Bei den Akteuren des Übernahmeprozesses treffen im Zusammenhang mit dem Zeitpunkt der Bekanntmachung gegensätzliche Interessen aufeinander: Während die Anteilseigner der Zielgesellschaft und auch der gesamte Kapitalmarkt naturgemäß an einer frühzeitigen und umfassenden Veröffentlichung von Angebotsabsichten interessiert sind, ist der Bieter aus mehrere Gründen idR an einer längeren Geheimhaltung interessiert. Je früher die Bekanntmachung erfolgt, desto höher ist das Risiko preistreibender Konkurrenzangebote und desto mehr Zeit haben Interessensgruppen wie Gewerkschaften oder Kleinanlegervereinigungen, um gegen das Angebot Stimmung zu machen. Daneben kann der Bieter, solange seine Angebotsabsichten noch geheim sind, unbemerkt am Markt Anteile an der Zielgesellschaft unter dem Angebotspreis erwerben. Ob die Zielgesellschaft selbst eher an Geheimhaltung oder Bekanntmachung interessiert ist, hängt von ihrer Haltung zum Angebot ab. Bei feindlichen Angeboten wird sie Interesse an einer frühzeitigen Veröffentlichung haben, während sie bei freundlichen Angeboten eher an einer längeren Geheimhaltung interessiert sein wird.¹⁰⁸

¹⁰⁷ Winner, Zielgesellschaft 107 ff.

¹⁰⁸ Winner, Zielgesellschaft 108 f.

Das ÜbG berücksichtigt beide Interessen. Der Bieter kann ohne jegliche Pflicht zur Bekanntmachung sein Angebot vorbereiten. Die Pflicht zur Veröffentlichung entsteht erst mit dem formellen Beschluss der Angebotsabgabe. Anderes gilt freilich im Fall des Auftretens von Marktverzerrungen. In diesem Fall liegt keine absolute Geheimhaltung mehr vor und am Markt bestehen Informationsasymmetrien. In diesem Fall greift die Bekanntmachungspflicht; es hat eine Veröffentlichung zu erfolgen.¹⁰⁹ Die Bekanntmachungs- und Geheimhaltungspflichten der Zielgesellschaft werden im Folgenden umfassend erläutert.

4.5 Geheimhaltungspflicht

Gem § 6 Abs 2 ÜbG haben die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft für Geheimhaltung zu sorgen. Des Weiteren wird klargestellt, dass sie § 5 Abs 1 ÜbG, der die entsprechenden Pflichten des Bieters normiert, ebenfalls anzuwenden haben, dh es müssen ua geeignete organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung der Weitergabe von Insiderinformationen und ihrer missbräuchlichen Verwendung getroffen werden und die Verwaltungsorgane müssen die im Zusammenhang mit der Übernahme tätigen Personen über ihre Geheimhaltungspflicht belehren.

Das deutsche WpÜG enthält keine mit den Regelungen des ÜbG vergleichbare Geheimhaltungspflicht.¹¹⁰ Eine Pflicht zur Geheimhaltung ergibt sich allerdings aus dem insiderrechtlichen Weitergabeverbots des § 14 Abs 1 Nr 2 WpHG¹¹¹. Demnach haben alle Primärinsider (Personen, die notwendigerweise aufgrund ihrer Stellung im Übernahmeprozess über Insiderwissen verfügen) für Geheimhaltung zu sorgen oder alternativ eine gleichmäßige Veröffentlichung durchzuführen.¹¹²

¹⁰⁹ Meusburger/Winner in Brandt/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch III 52.

¹¹⁰ Winner, Zielgesellschaft 110.

¹¹¹ (deutsches) Wertpapierhandelsgesetz vom 09.09.1998, BGBl I 2708, zuletzt geändert durch BGBl I 2512.

¹¹² Bauer in Kropff/Semler (Hrsg), Kommentar § 3 WpÜG Rz 39.

4.5.1 Entstehungszeitpunkt

Voraussetzung für das Entstehen der Geheimhaltungspflicht der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ist die Anwendbarkeit des § 5 Abs 1 ÜbG, also zumindest hinreichend konkrete, aktive Erwägungen des Bieters, ein Übernahmeangebot oder einen ein Pflichtangebot auslösenden Tatbestand herbeizuführen (z.B. der Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung oder ein Syndikatsvertrag, der einen Kontrollwechsel nach sich zieht). Unerheblich ist, ob das Angebot auf Kontrollerlangung gerichtet ist oder nicht.¹¹³

Darüber hinaus muss die Zielgesellschaft natürlich Kenntnis dieser Überlegungen erlangen. Entgegen der Überschrift des § 6 ÜbG („Verhandlungen mit der Zielgesellschaft“) spielt es jedoch keine Rolle, ob die Zielgesellschaft mit dem Bieter in Verhandlungen steht oder schlicht Kenntnis von den Überlegungen des Bieters hat. Ebenfalls unerheblich ist, ob die Zielgesellschaft die Informationen vom Bieter selbst oder von einem Dritten erhalten hat. Würde man Informationen von Dritten nicht für eine Anwendbarkeit des § 6 ÜbG ausreichen lassen, würde dies zu der unerwünschten Konsequenz führen, dass die Organe der Zielgesellschaft gerade bei noch geheimen, feindlichen Angeboten nicht an die Geheimhaltungspflicht gebunden sind.¹¹⁴

Mit der Bekanntgabe der Überlegungen der Angebotsstellung durch den Bieter ist nicht zwangsläufig ein Ende der Geheimhaltungspflicht verbunden. Häufig werden nur Eckpunkte des Angebots veröffentlicht, während Details weiterhin geheim bleiben sollen. Im weiteren Verlauf des Übernahmeversuchs kann es aber auch noch wiederholt zum Aufleben der Geheimhaltungspflicht kommen. Beispielsweise kann der Bieter eine Erhöhung des Angebotspreises oder eine Verlängerung der Angebotspflicht erwägen. Wenn die Organe der Zielgesellschaft von Überlegungen solcher Art Kenntnis erlangen, erstreckt sich die Geheimhaltungspflicht auch darauf.¹¹⁵

¹¹³ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 5 Rz 7.

¹¹⁴ Winner, Zielgesellschaft 110.

¹¹⁵ Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 71.

4.5.2 Gegenstand

Wie schon eingangs erwähnt bezieht sich die Geheimhaltungspflicht ausdrücklich auf die Absicht oder Überlegungen zur Angebotsstellung. Aus dem Zweck der Norm, Marktverzerrungen aufgrund von Informationsasymmetrien zu verhindern, lässt sich jedoch schließen, dass alle Tatsachen, die potentiell dazu geeignet sind bei ihrem Durchsickern Kursveränderungen auszulösen, geheim zu halten sind. Dazu gehört neben der Angebotsabsicht vor allem der Angebotspreis. Anzumerken ist, dass eine Verletzung der Geheimhaltungspflicht nicht nur durch vorsätzliche Veröffentlichung der betroffenen Tatsachen geschehen kann. Auch ein bloßes Zugänglichmachen von Informationen an Dritte oder das fahrlässige Liegenlassen von sensiblen Dokumenten an einem nicht gesicherten Ort kann den Tatbestand erfüllen.¹¹⁶

Eine zu strenge Auslegung des § 6 Abs 2 ÜbG im Sinne einer absoluten Geheimhaltungspflicht entspricht jedoch nicht dem Willen des Gesetzgebers. Der Normzweck ist nicht die Geheimhaltung per se, denn diese hat keinerlei eigenständigen Wert für die Attraktivität des Kapitalmarktes. Das Ziel ist schlicht die Vermeidung von Marktverzerrungen, deshalb ist die Veröffentlichung von Informationen zulässig, wenn diese in einer Marktverzerrungen vermeidenden Art und Weise, dh gleichmäßig an alle Marktteilnehmer gerichtet, geschieht. Davon unberührt bleiben freilich etwaige privatrechtliche Geheimhaltungsvereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft.¹¹⁷ Klar ist, dass eine freiwillige Bekanntmachung durch die Zielgesellschaft, auch wenn sie in einer zulässigen, nicht marktverzerrenden Weise geschieht, insbesondere bei feindlichen Angeboten nicht im Interesse des Bieters liegen wird. Vgl dazu Abschnitt 4.6.5.

4.5.3 Zulässige Informationsweitergabe

§ 6 Abs 2 ÜbG hat nicht zum Ziel, jegliche Informationsweitergabe zu verhindern. Dies wäre auch absurd, denn regelmäßig besteht die Notwendigkeit Unternehmensberater oder Sachverständige mit Aufgaben rund um den

¹¹⁶ Winner, Zielgesellschaft 111 f, 119.

¹¹⁷ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 6 Rz 7.

Übernahmeprozess zu betrauen.¹¹⁸ Der Kreis der informierten Personen ist aber so klein wie möglich zu halten und Informationen sind nur auf einer „need to know“ Basis an die in den Übernahmeprozess eingebundenen Personen weiterzugeben.¹¹⁹ Eine konkrete Aufzählung von Personen, an die eine Weitergabe von an sich geheimen Informationen zulässig ist, enthält das ÜbG nicht.

Jedenfalls zulässig ist die Information des Aufsichtsrates, was sich schon aus den gesetzlichen Informationserfordernissen ergibt. Da die Überwachung der Eigentümerstruktur jedoch nicht zu den Aufgaben des Aufsichtsrates gehört, ist die Information im Anfangsstadium einer Transaktion nicht verpflichtend und sollte aus Vertraulichkeitsgründen auch wohlüberlegt sein. Eine Pflicht zur Informationsweitergabe an den Aufsichtsrat entsteht wohl erst dann, wenn eine Äußerung zu einem Angebot zu tätigen ist.¹²⁰

Nicht zu vermeiden ist auch die Informationsweitergabe an leitende Angestellte und andere Personen, die in der Zielgesellschaft Führungsfunktionen unterhalb des Vorstandes bekleiden. Dabei ist aber auf den Umfang der weitergegebenen Informationen zu achten. Auch hier ist streng nach dem „need to know“ Prinzip vorzugehen. Regelmäßig wird es die für die Zielgesellschaft ja nicht alltägliche Situation des Vorliegens eines Übernahmeangebots oder des Wissens über die Erwägungen des Bieters ein solches zu legen notwendig machen, externe Berater heranzuziehen. Dies können neben einer beruflichen Verschwiegenheitspflicht unterliegenden Personen wie z.B. Rechtsanwälte oder Wirtschaftstreuhänder auch andere, keiner Verschwiegenheitspflicht unterliegende Berater wie z.B. Branchenexperten oder ehemalige Führungskräfte sein. Die unbestrittene Notwendigkeit der Beteiligung externer Experten impliziert die Zulässigkeit der Informationsweitergabe an diese – unabhängig davon, ob sie einer beruflichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen oder nicht. Die Weitergabe ist jedenfalls auf die jeweils nötigen Informationen zu beschränken.¹²¹

Besondere Aufmerksamkeit verdient die Frage der Zulässigkeit der Informationsweitergabe an einzelne Anteilseigner der Zielgesellschaft. Grundsätzlich

¹¹⁸ Winner, Zielgesellschaft 111 f.

¹¹⁹ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 690; Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 70.

¹²⁰ Winner, Zielgesellschaft 119.

¹²¹ Winner, Zielgesellschaft 114.

müsste man die Zulässigkeit verneinen, da eine Information einzelner Anteilseigner wieder Informationsasymmetrien schafft, welche zu Marktverzerrungen führen können und ja genau dies von den Regelungen über Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflicht verhindert werden soll. Andererseits kann es im Interesse aller Aktionäre liegen, einzelnen Anteilseignern Informationen zukommen zu lassen, wenn diese z.B. als *White Knight* auftreten und beabsichtigen, ein vorteilhaftes Gegenangebot zu machen. Dem betroffenen Anteilseigner wäre es nicht möglich, ohne detailliertere Informationen über die Gesellschaft eine Due Diligence durchzuführen.¹²² Deshalb ist in dieser Situation die Informationsweitergabe zulässig, denn einem unternehmensfremden *White Knight* dürften die Informationen auch weitergegeben werden. Im Ergebnis ist also grundsätzlich keine Weitergabe an einzelne Anteilseigner zulässig – dennoch resultiert bloß aus der Aktionärserschaft keine Verschärfung der Geheimhaltungspflicht im Hinblick auf konkurrierende Bieter.¹²³

4.5.4 Unterrichtspflicht

Aufgrund des Verweises von § 6 Abs 2 ÜbG auf § 5 Abs 1 ÜbG haben die Organe der Zielgesellschaft neben der allgemeinen Geheimhaltungspflicht auch die weiteren in § 5 Abs 1 ÜbG genannten Pflichten zu erfüllen. Dazu zählt die Pflicht, die im Rahmen des Übernahmeprozesses tätigen Personen über ihre Geheimhaltungspflicht und das Verbot des Insiderhandels gem § 48a BörseG zu unterrichten. Diese Regelung enthält auch genaue Definitionen der Begriffe „Insiderhandel“ und „Marktmanipulation“, die für das Übernahmerecht Bedeutung haben. Das BörseG selbst sieht eine entsprechende Pflicht zur Information der Dienstnehmer eines börsennotierten Unternehmens über das Verbot des Insiderhandels in § 82 Abs 5 Z1 BörseG vor.¹²⁴ Die zusätzliche Regelung der Unterrichtspflicht im ÜbG ist aber schon allein deshalb notwendig, da dadurch auch

¹²² Zu den Informationsrechten einzelner Gesellschafter im Übernahmeverfahren vgl *Knauder* in *Althuber/Schopper* (Hrsg), Handbuch Unternehmenskauf und Due Diligence I (2010) 513 ff.

¹²³ *Winner*, Zielgesellschaft 114.

¹²⁴ *Winner*, Zielgesellschaft 115.

Bieter umfasst sind, die nicht dem österreichischen BörseG unterliegen und somit § 82 Abs 5 Z1 BörseG nicht zur Anwendung gelangen würde.¹²⁵

Zum Zwecke der Dokumentation und des Nachweises gegenüber der ÜbK ist es ratsam, schriftliche Bestätigungen der Unterrichtung der betroffenen Mitarbeiter einzuholen. Es ist allerdings anzunehmen, dass die betroffenen Mitarbeiter auch ohne die ausdrückliche Unterrichtung der Geheimhaltungspflicht unterliegen. Dies ergibt sich idR schon als Nebenpflicht aus ihren Dienstverträgen. Trotz fehlender ausdrücklicher Regelung im Gesetz sind diese Personen auch über die Folgen einer Verletzung ihrer Geheimhaltungspflicht und über ihre Pflicht auftretende Marktverzerrungen bekanntzumachen zu unterrichten.¹²⁶ Strafrechtliche Sanktionen zieht eine Verletzung der Geheimhaltungspflicht des ÜbG durch diese Personen jedoch nicht nach sich. Solche treten nur ein, wenn mit dem Bruch der Geheimhaltungspflicht auch ein Insiderdelikt des § 48b BörseG verbunden ist.¹²⁷

Jedenfalls geboten ist es, externe Berater eine Verschwiegenheitsverpflichtungserklärung unterfertigen zu lassen, auch wenn dies meist nur eine Konkretisierung einer idR als vertragliche Nebenpflicht bereits bestehenden Verschwiegenheitspflicht darstellt. Es empfiehlt sich, eine derartige Verschwiegenheitserklärung unbeschadet einer etwaigen beruflichen Verschwiegenheitspflicht des externen Beraters abzuschließen. Der bewusstseinsbildende Effekt einer derartigen ausdrücklichen Erklärung darf nicht unterschätzt werden.¹²⁸

4.5.5 Interne Richtlinien und organisatorische Maßnahmen

Um die Geheimhaltung tatsächlich zu gewährleisten, ist die Zielgesellschaft nach §§ 6 Abs 2 iVm 5 Abs 1 ÜbG dazu verpflichtet, interne Richtlinien zur Informationsweitergabe zu implementieren und organisatorische Maßnahmen zur

¹²⁵ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 70.

¹²⁶ *Winner*, Zielgesellschaft 115, 118.

¹²⁷ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 70.

¹²⁸ *Winner*, Zielgesellschaft 116.

Verhinderung der Weitergabe sensibler Informationen und deren marktverzerrender Verwendung zu treffen.¹²⁹

Eine entsprechende Regelung über interne Richtlinien zur Informationsweitergabe findet sich auch in § 82 Abs 5 Z 2 BörseG, wobei die übernahmerechtliche Regelung weiter gefasst ist und sich auch auf externe Berater erstreckt. In der Praxis bieten sich die börserechtlich gebotenen Maßnahmen auch zur Umsetzung der übernahmerechtlichen Verpflichtung an. Dabei werden Vertraulichkeitsbereiche eingerichtet und eine Informationsweitergabe über diese hinaus untersagt. Daneben sind auch geeignete Standards für die Kommunikation, vor allem mit externen Beratern, festzulegen. Beispielsweise empfiehlt sich bei der Weitergabe von sensiblen Informationen die Vermeidung von Telefon oder E – Mail Kontakt und generell die Verwendung von Codewörtern.¹³⁰

Um die geforderten organisatorischen Maßnahmen umzusetzen, erweist es sich als praktikabel nach der börserechtlichen Emittenten – Compliance vorzugehen. Für das außergewöhnliche Ereignis eines Übernahmeangebotes wird es allerdings als nicht ausreichend erachtet eine allgemeine Compliance Struktur nach der Emittenten – Compliance – Verordnung (ECV)¹³¹ einzuführen. Vielmehr sind gem § 4 Abs 3 ECV eigene projektbezogene Vertraulichkeitsbereiche einzurichten und ein eigener Compliance Verantwortlicher zu bestellen.¹³² Es ist ein Vertraulichkeitsregister zu erstellen, in das alle informierten Personen mit Name, Funktion, Zeitpunkt und Umfang ihrer Information aufzunehmen sind. Durch dienstliche Weisung sollen Meldepflichten, Sperrfristen und Handelsverbote für Insider erlassen werden.¹³³ Der eigens eingerichtete Vertraulichkeitskreis sollte eine möglichst kleine Zahl von Geheimnisträgern umfassen. Weitere, über die vom Emittenten gem § 12 ECV zu erstellende Compliance – Richtlinie hinausgehende Maßnahmen, müssen nicht ergriffen werden.¹³⁴

Die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft sind verpflichtet, für die Überwachung und die Einhaltung der Maßnahmen zu sorgen. Dazu bietet es sich an, diese Aufgabe an den Compliance Verantwortlichen zu übertragen, da dieser

¹²⁹ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 70.

¹³⁰ *Winner*, Zielgesellschaft 116.

¹³¹ Emittenten – Compliance – Verordnung 2007, BGBl II 2007/213.

¹³² *Birkner/Thaler* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 690 f.

¹³³ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 71.

¹³⁴ *Birkner/Thaler* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 690 f.

regelmäßig beauftragt ist, die Informationsweitergabe zu dokumentieren. Nach *Winner* ist für die Errichtung und die Überwachung der speziellen Vertraulichkeitsbereiche und Maßnahmen entgegen dem ausdrücklichen Gesetzeswortlaut, der von Verwaltungsorganen, also auch dem Aufsichtsrat, spricht, allein der Vorstand verantwortlich.¹³⁵

Die in der alten Rechtslage bestehende Verordnungsermächtigung der ÜbK zur Erstellung von Grundsätzen für die Informationsweitergabe und organisatorischen Maßnahmen wurde durch das ÜbRÄG 2006 beseitigt.

Abschließend ist nochmals zu unterstreichen, dass eine wirksame Geheimhaltung letztlich, trotz aller gesetzlichen Regelungen und organisatorischen Vorkehrungen, hauptsächlich davon abhängen wird, wie groß der Kreis der informierten Personen ist. Es empfiehlt sich deshalb, diesen Kreis so klein wie möglich zu halten und Informationen streng auf der bereits erwähnten „need to know“ Basis weiterzugeben.

4.5.6 Geheimhaltungspflicht von Anteilseignern

Der Gesetzgeber stellt in § 6 Abs 3 ÜbG klar, dass neben der Zielgesellschaft selbst auch ihre Aktionäre zur Geheimhaltung verpflichtet sind. Eine genaue Definition dieser Geheimhaltungspflicht lässt das Gesetz vermissen. Davon umfasst sind jene Aktionäre der Zielgesellschaft, die in die Verhandlungen mit dem Bieter eingebunden sind oder sogar selbst, ohne die Zustimmung der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft, mit dem Bieter verhandeln. Daneben sind auch andere Aktionäre erfasst, die auf sonstige Weise durch den Bieter oder die Zielgesellschaft Kenntnis von einem bevorstehenden Angebot erlangt haben. Eine Information durch einen Dritten reicht nicht aus, um eine Geheimhaltungspflicht zu begründen. Die Anordnung des Gesetzgebers, dass der Bieter Verhandlungen mit Aktionären nur unter Hinweis auf die Vertraulichkeit zu führen hat, ergibt sich schon aus der Geheimhaltungspflicht des Bieters nach § 5 Abs 1 ÜbG.¹³⁶ Sinnvoll erscheint die

¹³⁵ *Winner*, Zielgesellschaft 117.

¹³⁶ *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 6 Rz 11.

Ansicht von *Winner*, die Geheimhaltungspflicht auch auf indirekt Beteiligte auszudehnen, sofern sie mit der Zielgesellschaft in Verhandlungen stehen.¹³⁷

4.5.7 Sanktionen

§§ 5, 6 ÜbG sind Schutzgesetze zugunsten der Anteilsinhaber der Zielgesellschaft. Ihre Missachtung kann Schadenersatzpflichten auslösen. Bei einer Verletzung wird allerdings nur die Zielgesellschaft nach allgemeinen schadenersatzrechtlichen Regeln den Anlegern ersatzpflichtig. Eine direkte Haftung des Vorstands kommt nur bei sittenwidriger vorsätzlicher Schädigung (§ 1295 Abs 2 ABGB¹³⁸) infrage.¹³⁹

Außerdem sieht der Gesetzgeber in § 35 Abs 2 Z 1 ÜbG Verwaltungsstrafen iHv € 5.000 bis € 50.000 für die Organe der Zielgesellschaft bei Verstößen gegen die Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten vor. Zur Geheimhaltung verpflichtete Aktionäre sind hingegen nicht von der Norm umfasst.¹⁴⁰

4.6 Bekanntmachungspflicht

Wie bereits erwähnt macht eine Geheimhaltung nur Sinn, solange die Informationen wirklich geheim sind. Wenn durch ein Durchsickern von geheimen Informationen an einzelne Personen die Gefahr von Marktverzerrungen besteht oder anhand der Aktienkursentwicklung Gründe zur Annahme bestehen, dass eine missbräuchliche Verwendung dieser Informationen bereits stattgefunden hat, besteht die Notwendigkeit, die durchgesickerten Informationen dem gesamten Markt zugänglich zu machen und so die entstandene Informationsasymmetrie zu beseitigen. Dies will das ÜbG für den Bieter durch die Bekanntmachungspflichten des § 5 Abs 2, 3 ÜbG regeln.

¹³⁷ *Winner*, Zielgesellschaft 119.

¹³⁸ Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch (ABGB), JGS Nr. 946/1811, zuletzt geändert durch BGBl 2009/135.

¹³⁹ *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 6 Rz 13.

¹⁴⁰ *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 6 Rz 12.

Während Abs 3 leg cit vorsieht, dass der Bieter die Angebotsabsicht unverzüglich bekanntzumachen hat, wenn sich einerseits der Vorstand oder der Aufsichtsrat für eine Angebotsstellung entschieden haben oder andererseits Tatsachen eingetreten sind, die zu einer Stellung eines Angebots verpflichten, ist in § 5 Abs 2 ÜbG die Bekanntmachungspflicht bei drohendem Auftreten von Marktverzerrungen geregelt.¹⁴¹

Für die Zielgesellschaft findet sich eine entsprechende Bestimmung in § 6 Abs 2 ÜbG, die im entscheidenden Teil fast wortgleich mit § 5 Abs 2 ÜbG ist. Eine korrespondierende Regelung zu § 5 Abs 3 ÜbG existiert für die Zielgesellschaft freilich nicht, denn sie kann idR nicht in die internen Abläufe des Bieters eingreifen und hat somit nichts mit der Entscheidung zur Angebotsstellung per se zu tun. Verantwortlich für die Bekanntmachung ist allein der Vorstand der Zielgesellschaft. Dies lässt sich damit begründen, dass die Bekanntmachung ja unverzüglich zu erfolgen hat und somit der Aufsichtsrat, da er typischerweise nicht in das Tagesgeschäft involviert ist, als Adressat der Bekanntmachungspflicht ausscheidet.¹⁴²

Ähnlichkeiten weist die Bekanntmachungspflicht einerseits zu den Regelungen über die Beteiligungspublizität (§ 91 ff BörseG), aber noch viel mehr zu jenen der Ad – hoc – Publizität des § 48d BörseG auf. Beide Normen zielen auf die Vermeidung von Informationsasymmetrien ab. Übernahmeangebote sind idR dazu geeignet, den Börsenkurs wesentlich zu beeinflussen und somit würde nach § 48d BörseG eine Ad – hoc – Meldepflicht bestehen. Allerdings verdrängt in diesem Fall die Bekanntmachungspflicht des ÜbG als speziellere Regel die Ad – hoc – Publizität.¹⁴³

4.6.1 Rechtsfolgen der Bekanntmachung

Die Bekanntmachungspflicht ist von großer Wichtigkeit, da sie für den Bieter mehrere Rechtsfolgen auslöst, die hier kurz beschrieben werden sollen:

¹⁴¹ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 71.

¹⁴² *Winner*, Zielgesellschaft 131.

¹⁴³ *Meusburger/Winner in Brandt/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria*, Handbuch III 51.

Erstens wird die Frist für die Pflicht zur Anzeige des Angebots nach § 10 ÜbG ausgelöst, nach welcher der Bieter ab der Veröffentlichung der Angebotsabsicht das Angebot inklusive des Berichts und der Bestätigung des Sachverständigen innerhalb von 10 Börsetagen der ÜbK anzeigen muss. Auf Antrag des Bieters kann die ÜbK die Frist auf maximal 40 Börsetage ausdehnen. Anderes gilt bei Pflichtangeboten, bei denen der Bieter ein Pflichtangebot spätestens 20 Börsetage nach der Kontrollerlangung bei der ÜbK anzeigen muss, wobei eine Verlängerung dieser Frist nicht möglich ist.¹⁴⁴ Das Gesetz ordnet allerdings ausdrücklich an, dass die Anzeigefrist nur bei Veröffentlichungen aufgrund § 5 Abs 2 und Abs 3 Z 1 ÜbG ausgelöst wird. Weiters stellt das Gesetz im Hinblick auf § 5 Abs 2 ÜbG nur auf die Angebotsabsicht und nicht auf bloße Überlegungen ab. Nicht umfasst sind also einerseits Bekanntmachungen aufgrund von Überlegungen und andererseits solche aufgrund von Tatsachen, die ein Pflichtangebot auslösen (§ 5 Abs 3 Z 2 ÜbG).¹⁴⁵ Es erscheint logisch, diese Bestimmung analog auf Bekanntmachungen der Zielgesellschaft anzuwenden. Diese lösen die Anzeigepflicht somit ebenfalls nur dann aus, wenn sie aufgrund einer Marktverzerrung oder einer Angebotsabsicht des Bieters erfolgen.¹⁴⁶

Zweitens wird die Sperrfrist des § 21 Abs 2 ÜbG ausgelöst. Wenn der Bieter die Absicht ein Angebot zu stellen oder Tatsachen herbeizuführen, die ein Pflichtangebot nach sich ziehen, veröffentlicht, muss er innerhalb von 40 Tagen ein Angebot stellen. Dasselbe gilt, wenn er öffentlich erklärt hat, dass ein Angebot nicht ausgeschlossen ist. Die Folge der Missachtung der 40 Tage Frist ist für den Fall einer tatsächlichen Übernahmeabsicht gravierend, denn der Bieter darf dann innerhalb eines Jahres kein weiteres Angebot für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft abgeben oder Tatsachen herbeiführen, die ihn zur Abgabe eines Angebots verpflichten würden.¹⁴⁷ Dadurch wird die Bedeutung der Geheimhaltungspflicht erst richtig deutlich, denn wenn der Bieter nicht für Geheimhaltung sorgt, kann er zur Bekanntmachung und damit zur Angebotsstellung genötigt werden. Problematisch erscheint die Frage, ob die Norm auf die Bekanntmachungspflicht der Zielgesellschaft analog anzuwenden ist. Dagegen spricht der Wortlaut des § 21 Abs 2 ÜbG, der nur von § 5 ÜbG spricht und die

¹⁴⁴ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 84.

¹⁴⁵ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 10 Rz 6.

¹⁴⁶ Winner, Zielgesellschaft 136.

¹⁴⁷ Meusburger/Winner in Brandt/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch III 57 f.

Tatsache, dass damit der Zielgesellschaft gewissermaßen die Möglichkeit gegeben würde, den Bieter zu einem gewünschten Zeitpunkt zur Angebotsstellung zu zwingen und damit unter Druck zu setzen. Durch eine Bekanntmachung zu einem für den Bieter ungünstigen Zeitpunkt können die Erfolgchancen des Angebots reduziert werden, z.B. wenn die Finanzierung noch nicht gesichert ist. Für die analoge Anwendung der Norm sprechen allerdings gewichtigere Argumente: Die Bekanntmachungspflicht der Zielgesellschaft wird ja erst durch die mangelnde Sorgfalt des Bieters bei der Geheimhaltung oder durch die beabsichtigte Information der Zielgesellschaft ausgelöst. Außerdem decken sich die Bekanntmachungspflichten des Bieters und der Zielgesellschaft weitgehend. Dh wenn die Zielgesellschaft veröffentlicht, so müsste der Bieter dies eigentlich auch tun und somit wirkt die Bekanntmachungspflicht der Zielgesellschaft gewissermaßen als Kontrolle für den Bieter. Insofern dürfte eine analoge Anwendung des § 21 Abs 2 ÜbG auf die Bekanntmachungspflicht Zielgesellschaft durchaus im Sinne des Gesetzgebers sein.¹⁴⁸

Schließlich wird schon mit dem Entstehen der Bekanntmachungspflicht das Verbot von Paralleltransaktionen gem § 16 Abs 1 ÜbG wirksam.¹⁴⁹ Da das Verbot schon ab dem Zeitpunkt der Entstehung der Bekanntmachungspflicht greift, ist es unerheblich, ob die Bekanntmachung durch den Bieter oder die Zielgesellschaft erfolgt. Dem Bieter und mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern ist es ab diesem Zeitpunkt verboten, Beteiligungspapiere zu besseren als im Angebot vorgesehenen Bedingungen zu erwerben. Der Zweck dieser Regelung ist die Gewährleistung der Gleichbehandlung aller Beteiligungspapierinhaber. Dem Bieter ist es somit nicht möglich, den geringeren Informationsstand mancher Kapitalmarktteilnehmer auszunutzen um Beteiligungspapiere zu günstigeren als im Angebot vorgesehenen Konditionen zu erwerben.¹⁵⁰

Im Ergebnis sind die Regelungen über die Rechtsfolgen der Bekanntmachung widersprüchlich zu beurteilen. Einerseits ist es einleuchtend, dass voreilige und unüberlegte Übernahmeangebote durch das Auslösen von gravierenden Rechtsfolgen verhindert werden sollen. Andererseits wird damit dem Ziel des ÜbG

¹⁴⁸ Gall in Huber, Übernahmegesetz § 21 Rz 16.

¹⁴⁹ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 83 ff.

¹⁵⁰ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 16 Rz 6 ff.

entgegengewirkt, die Kapitalmarktteilnehmer möglichst früh über wichtige Tatsachen zu informieren.¹⁵¹

In Deutschland besteht keine eigene übernahmerechtliche Bekanntmachungspflicht der Zielgesellschaft, es existieren nur solche aus der Ad – hoc – Publizität. § 10 WpÜG regelt lediglich die Bekanntmachungspflicht des Bieters.¹⁵²

Im Folgenden wird detailliert auf die einzelnen Aspekte der Bekanntmachungspflicht eingegangen, wobei für die Sanktionen bei Verletzung der Bekanntmachungspflicht auf die Ausführungen zur Geheimhaltungspflicht verwiesen wird.

4.6.2 Auslösender Tatbestand

§ 6 Abs 2 ÜbG weist bei genauerer Betrachtung zwei Tatbestände auf, die eine Pflicht zur Bekanntmachung von geheimen Informationen auslösen. Einerseits spricht das Gesetz von „erheblichen Kursbewegungen“, also Marktverzerrungen, bei Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft und andererseits vom Auftreten von „Gerüchten und Spekulationen“ betreffend ein bevorstehendes Angebot. Daneben wird gefordert, dass „anzunehmen ist, daß diese auf die Vorbereitung des Angebots oder diesbezügliche Überlegungen zurückzuführen sind“, dh das unregelmäßige Bekanntwerden der Informationen über ein bevorstehendes Angebot muss kausal für die Kursbewegungen oder Gerüchte und Spekulationen sein.¹⁵³ Diese Tatbestände und vor allem die Kausalität bedürfen einer genaueren Betrachtung.

4.6.2.1 Überlegungen, Absichten

Als erste Voraussetzung für die Anwendbarkeit der Norm müssen tatsächlich Überlegungen oder Absichten zur Stellung eines Angebots auf Seiten des Bieters vorhanden sein. Dabei wird vom Gesetzgeber nur ein geringer Konkretisierungsgrad verlangt. Es ist keine Entscheidung über die Stellung eines Angebots nötig und

¹⁵¹ Meusbürger/Winner in Brandt/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch III 58.

¹⁵² Wackerbarth in Kropff/Semler (Hrsg), Aktiengesetz IX/1, § 3 WpÜG Rz 4; Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 6 Rz 3.

¹⁵³ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 5 Rz 12.

selbst die Überlegungen müssen noch nicht weit fortgeschritten sein. Dies lässt sich damit rechtfertigen, dass ja für die Auslösung der Bekanntmachungspflicht zusätzlich Kursbewegungen oder Gerüchte und Spekulationen vorliegen müssen.¹⁵⁴ Dabei ist nicht darauf Rücksicht zu nehmen, ob der Bieter zum Zeitpunkt der erzwungenen Bekanntmachung noch nicht, wie ansonsten für die Angebotsstellung nötig, über die erforderlichen Mittel verfügt.¹⁵⁵

Auf den ersten Blick mögen die geringen Anforderungen für den Bieter hart erscheinen, denn ihm liegt idR viel an der Geheimhaltung seiner Absichten und die Lücken in seiner Geheimhaltung sind ihm manchmal selbst nicht bewusst. Jedoch ist er für die Auslösung der Bekanntmachungspflicht selbst verantwortlich, denn er hätte für die Geheimhaltung der Informationen Sorge tragen müssen.¹⁵⁶ Wären die Informationen nicht an Teile des Marktes durchgedrungen, so wäre kein Informationsungleichgewicht entstanden, die Geheimhaltungspflicht würde noch greifen und der Bieter wäre vor den für ihn widrigen Folgen einer Bekanntmachung noch gefeit.¹⁵⁷ Trotzdem lässt sich nicht leugnen, dass das Ausreichen von bloßen Überlegungen des Bieters zu Bekanntmachungspflichten in einem sehr frühen Stadium des Übernahmeprozesses führen kann.¹⁵⁸

Aus der Sicht der Zielgesellschaft muss spätestens dann vom Vorhandensein von Überlegungen seitens des Bieters ausgegangen werden, wenn Verhandlungen im Gange sind. Dies ist allerdings nicht zwingend notwendig. Es genügt völlig, wenn der Vorstand der Zielgesellschaft Kenntnis von den Überlegungen des Bieters erlangt, egal aus welcher Quelle. Der Vorstand hat jedoch keine Verpflichtung zur aktiven Nachforschung bezüglich der Überlegungen des Bieters. Er ist lediglich dazu verpflichtet, den Markt hinsichtlich auffälliger oder ungewöhnlicher Kursschwankungen zu beobachten. Genau so wenig besteht eine Pflicht des Bieters und der Zielgesellschaft, am Markt kursierende Gerüchte zu dementieren, wenn diese einer Grundlage entbehren.¹⁵⁹ Dies ist kritisch zu sehen, denn mE ist es nicht von Belang, ob der Grund für die Spekulationen und Gerüchte eine wahre oder falsche Information ist. Jede, auch eine nur scheinbare Informationsasymmetrie ist

¹⁵⁴ *Winner*, Zielgesellschaft 124 f.

¹⁵⁵ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 73.

¹⁵⁶ *Meusburger/Winner* in *Brandt/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria*, Handbuch III 39; *Winner*, Zielgesellschaft 124 f.

¹⁵⁷ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 73.

¹⁵⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 78.

¹⁵⁹ *Winner*, Zielgesellschaft 125 f.

schädlich und sollte, sofern möglich, beseitigt werden. Vor allem im Hinblick darauf, dass sich der Markt häufig von absichtlichen Fehlinformationen beeinflussen lässt und dies nicht selten negative Konsequenzen für uninformierte Kleinanleger hat, sollte eine Pflicht zu Negativerklärungen bei offensichtlich in marktmissbräuchlicher Weise und mit schädigender Absicht getätigten Fehlinformationen erwogen werden.

4.6.2.2 Erhebliche Kursbewegungen

Eine Kursbewegung des betroffenen Beteiligungspapiers der Zielgesellschaft ist nur dann geeignet die Bekanntmachungspflicht auszulösen, wenn die Kursbewegung erheblich ist. Der Vorstand der Zielgesellschaft ist dazu verpflichtet, den Markt während der Angebotsvorbereitung zu beobachten, um im Falle erheblicher Kursbewegungen unverzüglich handeln zu können.¹⁶⁰ Eine Definition des Wortes „erheblich“ fehlt im Gesetz allerdings. Als Anhaltspunkt sind die Regelungen der Ad hoc – Publizität des § 48d BörseG, die darauf abstellen, ob die betroffenen Tatsachen bei öffentlicher Bekanntheit dazu geeignet wären, erhebliche Kursveränderungen auszulösen, heranzuziehen. Dies wird damit begründet, dass die übernahmerechtlichen und die börserechtlichen Bekanntmachungspflichten den gleichen Zweck, nämlich die Verhinderung von Insiderhandel, verfolgen.¹⁶¹ Obwohl dies durchaus korrekt ist, wird dabei übersehen, dass man aufgrund der verschiedenen Auslösetatbestände die börserechtlichen Erwägungen nicht eins zu eins auf die §§ 5 Abs 2 und 6 Abs 2 ÜbG umlegen kann. Während die Ad – hoc – Meldepflichten des BörseG einen Insider verpflichtet, die betroffene Information sofort nach Erlangung der Kenntnis zu veröffentlichen um erhebliche Kursbewegungen zu verhindern, stellt die übernahmerechtliche Regelung darauf ab, die Information nach bereits eingetretenen erheblichen Kursbewegungen zu veröffentlichen. Im Börserecht muss somit ex ante beurteilt werden, ob eine erhebliche Kursbewegung zu erwarten ist, während im Übernahmerecht nur ex post festgestellt werden muss, ob eine Kursbewegung erheblich war. Nach *Winner* macht es diese Unterscheidung möglich, statt schwammigen Formulierungen eine klare Grenze zu ziehen. Er hält eine Kursbewegung für erheblich, wenn diese die Schwelle von 5% innerhalb der letzten fünf Börsenstage überschreitet, wobei die Bewegung des

¹⁶⁰ *Winner*, Zielgesellschaft 126 f.

¹⁶¹ *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz § 5 Rz 13.

relevanten Index berücksichtigt werden muss. Klärende Judikatur zu diesem Aspekt ist nicht vorhanden.¹⁶²

Eine Berücksichtigung des unsystematischen Risikos, also des Betas¹⁶³, soll dabei im Gegensatz zum Handelsvolumen außer Acht bleiben. Damit ist gemeint, dass es für die Abgrenzung von erheblichen und unerheblichen Kursbewegungen keine Rolle spielen soll, wie volatil das betreffende Wertpapier ist, dh wie „normal“ eine verhältnismäßig hohe Kursbewegung bei diesem Titel ist. *Winner* begründet diese Ansicht damit, dass der Gesetzgeber von „erheblichen“ und nicht von „unüblichen“ Kursbewegungen spricht.¹⁶⁴ Diese strenge Wortinterpretation ist mE verfehlt. Eine Grundlage des Kapitalmarktes ist, dass viele verschiedene Titel mit unterschiedlichen Risikoprofilen am Markt vertreten sind. Dem Investor obliegt es, durch Diversifikation sein Portfolio so zu gestalten, dass es seiner persönlichen Risikoneigung entspricht. Dementsprechend finden sich am Kapitalmarkt defensive Titel wie z.B. Elektrizitätsversorger und am anderen Ende der Risikoskala spekulative Wachstumstitel wie z.B. Biotechnologie Start – Ups. So ungewöhnlich ein fünfprozentiger Kurssprung für einen Versorger sein mag, so alltäglich kann er für ein forschungsintensives Start – Up Unternehmen sein. Deshalb verkennt eine starre Schwelle mE schlicht die Charakteristika des Kapitalmarktes. Es sollte keinerlei Schwierigkeiten bereiten, mit Hilfe des Capital Asset Pricing Models (CAPM)¹⁶⁵ das Beta des betroffenen Titels zu ermitteln und in die Berechnung der Schwelle so einfließen zu lassen, so dass die Meldungspflicht bei einem Titel mit höherem Beta erst durch stärkere Kursbewegungen ausgelöst wird. Zu beachten ist dabei die Auswahl des Referenzmarktes. Grundsätzlich erscheint es sinnvoll, Branchen – Betas zu berechnen um die Vergleichbarkeit der Wertpapiere zu gewährleisten. An der Wiener Börse wird dies aufgrund der geringen Größe des Marktes allerdings

¹⁶² *Winkler/Vaclavek*, Ad-hoc-Publizität / Beteiligungspublizität / Insiderproblematik bei Beteiligungsveräußerungen, RdW 2004, 258.

¹⁶³ Das Beta eines Titels gibt an, wie risikoreich der Titel im Vergleich zum Gesamtmarkt ist. Das Beta des Marktes ist immer 1. Wenn ein Wertpapier ein Beta von 2 aufweist, bedeutet das, dass es bei einer Kursveränderung des gesamten Marktes von 1% zu einer Kursveränderung des Wertpapiers von 2% kommt. Daraus ist ersichtlich, dass eine 5% Kursveränderung für manche Wertpapiere nichts Ungewöhnliches darstellt.

¹⁶⁴ *Winner*, Zielgesellschaft 127.

¹⁶⁵ Das CAPM ist ein weltweit anerkanntes Modell der Preisbestimmung am Kapitalmarkt. Vereinfacht ausgedrückt beschreibt es den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite von Kapitalmarktstiteln. Es erlaubt die bestmögliche Diversifikation eines Portfolios nach der individuellen Risikoeinstellung des Investors.

kaum möglich sein. Auch die FMA befürwortet in Ihrem Leitfaden zu den Ad – hoc – Meldepflichten die Berücksichtigung des Betas.¹⁶⁶

4.6.2.3 Gerüchte und Spekulationen

Als zweiten auslösenden Tatbestand nennt das Gesetz das Auftreten von Gerüchten und Spekulationen betreffend ein bevorstehendes Angebot. Damit wird der Zeitpunkt der Bekanntmachungspflicht vorverlegt, da es keiner Kursbewegung bedarf.¹⁶⁷ Die Norm ist weit auszulegen, so dass auch Gerüchte über ein Pflichtangebot auslösende Wertpapierkäufe umfasst sind. In der Praxis ist dieser Tatbestand allerdings wenig relevant, da es keine ernstzunehmenden Gerüchte geben wird, die keine erheblichen Kursbewegungen auslösen. Eine Ausnahme stellen illiquide, also in geringen Volumina gehandelte Titel dar, bei denen der Kurs keine ausreichende Information über den Wissensstand des Marktes vermitteln kann.¹⁶⁸

4.6.2.4 Kausalität

Die Bekanntmachungspflicht tritt nur ein, wenn anzunehmen ist, dass die Kursbewegungen oder Gerüchte und Spekulationen auf die Überlegungen oder Vorbereitungen zu einem bevorstehenden Angebot zurückzuführen sind. Die ErläutRV führen aus, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Kausalzusammenhang höher ist, wenn ein größerer Personenkreis mit den Vorbereitungsarbeiten befasst ist.¹⁶⁹ Diese, zugegeben logische Aussage, bietet aber keine brauchbare Richtschnur für die Praxis. Die Frage der Kausalität kann mitunter erhebliche Schwierigkeiten bereiten.

Hinsichtlich der Kausalität von erheblichen Kursschwankungen muss man unterscheiden. Sind diese durch größere Aktienkäufe des Bieters entstanden, ist die Kausalitätsfrage schon geklärt. Nach *Winner* greift auch in diesem Fall die

¹⁶⁶ Winkler/Vaclavek, RdW 2004, 259; siehe auch Oppitz/Schwarz–Vartok, Die Ad-hoc-Publizität aus der Sicht des Unternehmens, RWZ 2004, 258, die eine Berücksichtigung des Betas vorschlagen.

¹⁶⁷ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 5 Rz 14.

¹⁶⁸ Winner, Zielgesellschaft 127 f.

¹⁶⁹ ErläutRV ÜbG 1999 [27].

Bekanntmachungspflicht der Zielgesellschaft¹⁷⁰, während *Birkner / Thaler* dies aufgrund des Gesetzeswortlauts verneinen¹⁷¹.

Wenn die Kursbewegungen allerdings nicht durch Käufe des Bieters ausgelöst wurden, stellt sich die Frage, in wie weit diese mit den Vorbereitungen eines Angebots zu tun haben. Da sich dies schwer nachweisen lässt, ist im Zweifel die Kausalität zu bejahen¹⁷², weil die Norm ansonsten weitgehend ins Leere greifen würde. Diese Vorgehensweise erscheint auch logisch, da für eine erhebliche Kursveränderung massive Handelstätigkeit nötig ist, die selten unbegründet stattfinden wird.

Die Kausalität von Gerüchten und Spekulationen bereitet weniger Probleme. Es ist schlicht darauf abzustellen, ob die Gerüchte und Spekulationen völlig absurd und aus der Luft gegriffen oder doch einigermaßen begründet sind. Bei völlig unzutreffenden Gerüchten greift die Pflicht zur Bekanntmachung nicht. Eine gewisse Unbestimmtheit der Gerüchte schadet jedoch nicht, so muss weder die Identität des Bieters noch ein Angebotspreis feststehen. Somit ist bei nicht völlig absurd erscheinenden und zumindest halbwegs bestimmten Gerüchten von einer Kausalität auszugehen und die Bekanntmachungspflicht tritt ein.¹⁷³

4.6.3 Zeitpunkt der Bekanntmachung

Zur Erfüllung des Zwecks der Regelung hat die Bekanntmachung unverzüglich nach dem Entstehen der Bekanntmachungspflicht zu erfolgen. Unverzüglich bedeutet, dass ein Zuwarten bis zum nächsten Börsetag nicht zulässig ist.¹⁷⁴ Diese strenge Auslegung ist unumgänglich, da im Zeitalter des Online – Wertpapierhandels Transaktionen binnen Sekunden durchgeführt werden können und somit jede Minute eines Informationsvorsprungs eines Insiders Gefahr mit sich bringt. Im Hinblick darauf erscheint eine Veröffentlichung am folgenden Börsetag als völlig verspätet.

¹⁷⁰ *Winner*, Zielgesellschaft 129.

¹⁷¹ *Birkner/Thaler* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 691.

¹⁷² *Winner*, Zielgesellschaft 129 f.

¹⁷³ *Winner*, Zielgesellschaft 128 f.

¹⁷⁴ *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 5 Rz 19.

Eine Sistierungsmöglichkeit der Bekanntmachung, wie in § 5 Abs 4 ÜbG für den Bieter vorgesehen, besteht nach dem für die Zielgesellschaft relevanten § 6 ÜbG nicht. Gem § 5 Abs 4 ÜbG kann der Bieter einen Antrag auf Hinauszögerung der Bekanntmachung bei der ÜbK stellen, wenn zwar die Entscheidung zur Angebotsstellung schon getroffen wurde, was prinzipiell die Bekanntmachungspflicht auslösen würde, aber die Geheimhaltung noch gewährleistet ist. Da § 6 ÜbG wie bereits erläutert in diesem Fall keine Bekanntmachungspflicht für die Zielgesellschaft vorsieht, besteht auch keine Notwendigkeit für eine Sistierungsmöglichkeit. Die Bekanntmachungspflicht der Zielgesellschaft kann auch nicht durch eine entsprechende Geheimhaltungsvereinbarung mit dem Bieter umgangen werden.¹⁷⁵

Für den unwahrscheinlichen Fall, dass eine plötzlich auftretende Bekanntmachungspflicht die Zielgesellschaft völlig unvorbereitet trifft und sie, aus welchen Gründen auch immer, nicht in der Lage dazu ist, die für die Bekanntmachung nötigen Unterlagen innerhalb weniger Stunden zusammenzustellen, sollte eine Kursaussetzung an der Börse beantragt werden, um mögliche Marktverzerrungen zu verhindern. Auch wenn dies den außerbörslichen Handel nicht stoppen kann, wird dieser angesichts der Kursaussetzung am börslichen Markt von den Kapitalmarktteilnehmern wohl nur mit größter Zurückhaltung betrieben werden.¹⁷⁶

4.6.4 Bekanntmachungsmedium

Weder § 6 Abs 2 ÜbG, noch § 5 Abs 4 ÜbG enthalten konkrete Vorschriften über die Art der Bekanntmachung. § 5 Abs 4 ÜbG enthält nur die allgemeine Anweisung, dass die Bekanntmachung so zu erfolgen hat, dass Insidergeschäfte und Marktverzerrungen hintangehalten werden. Aus den ErläutRV geht hervor, dass die Bekanntmachung in einem im ganzen Bundesgebiet verbreiteten elektronischen Medium ausreichend ist und dass der Gesetzgeber bewusst auf eine gesetzliche Festschreibung des Bekanntmachungsmodus verzichtet hat, um die Anwendung künftiger Medien nicht zu verhindern.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Meusburger/Winner in Brandt/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch III 55.

¹⁷⁶ Winner, Zielgesellschaft 131 f.

¹⁷⁷ ErläutRV ÜbG 1999 [27].

Bei der Wahl des Mediums ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Veröffentlichung so rasch als möglich erfolgen kann, um die Zeitspanne zwischen dem unerwünschten Durchsickern der auslösenden Information und ihrer allgemeinen Bekanntmachung zu minimieren. In der Praxis ist es üblich, die Informationen an internationale Presseagenturen wie *Reuters*¹⁷⁸ oder *Bloomberg*¹⁷⁹ weiterzuleiten.¹⁸⁰ Ausreichend wäre es aber auch, die Information über die Webseite der Wiener Börse¹⁸¹ zu veröffentlichen, da dies idR ohne große Zeitverzögerung möglich ist. Jedenfalls unzulässig ist, wie auch bei der Ad – hoc – Publizität, eine alleinige verspätete Bekanntmachung in einer Tageszeitung.¹⁸² Zu empfehlen ist somit die Veröffentlichung über die Webseite der Wiener Börse und gleichzeitig über internationale Nachrichtenagenturen. Dadurch sollte gewährleistet sein, dass sowohl nationale als auch internationale Marktteilnehmer zeitgleich Zugang zu den veröffentlichten Informationen erhalten.

4.6.5 Inhalt der Bekanntmachung

Das Gesetz trifft keine Aussage darüber, welchen Inhalt die Bekanntmachung haben muss. Die Erläuterungen zur RV sprechen nur von der Absicht des Bieters als bekanntzumachender Tatsache.¹⁸³ Fraglich ist, ob auch die Identität des Bieters Inhalt der Bekanntmachung sein muss. Wenn diese der Zielgesellschaft noch nicht bekannt ist, kann sie natürlich nicht veröffentlicht werden. Im Normalfall, wenn die Zielgesellschaft die Identität des Bieters kennt, ist diese sehr wohl preiszugeben, denn die entsprechende Bekanntmachungspflicht des Bieters enthält ja automatisch eine Preisgabe der Identität. Es gibt keinen Grund, warum diese im Hinblick auf die fast wortgleiche Norm nicht auch von der Zielgesellschaft preisgegeben werden sollte.¹⁸⁴

Weiters ist zu fragen, ob es erforderlich ist, dass die Bekanntmachung den voraussichtlichen Angebotspreis enthält. *Winner* verlangt dies nur für den Fall, dass

¹⁷⁸ <http://de.reuters.com>

¹⁷⁹ <http://www.bloomberg.com>

¹⁸⁰ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 73.

¹⁸¹ <http://www.wienerborse.at>

¹⁸² *Meusburger/Winner* in *Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria*, Handbuch III 56.

¹⁸³ ErläutRV ÜbG 1999 [28].

¹⁸⁴ *Winner*, Zielgesellschaft 134 f.

am Markt bereits konkrete Gerüchte über den Angebotspreis zirkulieren. Er weist aber darauf hin, dass ein Preis nur mit dem Hinweis darauf genannt werden sollte, dass es sich dabei noch nicht um den tatsächlichen Preis handeln muss, zu dem das Angebot gemacht wird.¹⁸⁵ ME ist die Nennung eines Preises durch die Zielgesellschaft trotzdem problematisch. Schlussendlich handelt es sich dabei immer noch um eine Spekulation, die nicht dem Zweck des ÜbG, Transparenz zu schaffen, entspricht. Anders ist freilich die Lage, wenn die Zielgesellschaft bereits über hinreichend sichere Kenntnis des tatsächlichen Preises verfügt. Dann steht der Veröffentlichung nichts im Wege und die Transparenz wird dadurch nur gefördert. Auch der Bieter kann keine Einwendungen dagegen erheben, denn nur durch seine mangelnde Geheimhaltung konnte die Zielgesellschaft Kenntnis des Preises erlangen.

4.6.6 Freiwillige Bekanntmachungen

In Abschnitt 4.6.1 wurde bereits erläutert, unter welchen Umständen die Zielgesellschaft zur Bekanntmachung verpflichtet ist. Ebenfalls diskutiert wurde die Geheimhaltungspflicht der Organe der Zielgesellschaft nach §§ 6 Abs 2 iVm 5 Abs 2 ÜbG. Der Normzweck der Regelungen über die Geheimhaltungspflicht ist wie schon erwähnt die Vermeidung von Informationsasymmetrien und der daraus entstehenden Gefahr von Marktverzerrungen. Die Geheimhaltung selbst ist dabei nur das Mittel zum Zweck und nicht das eigentliche Ziel der Norm. Wenn nun also der Bieter Informationen veröffentlichen möchte und er dies gleichmäßig und in einer nicht marktverzerrenden Weise tut, ist dies natürlich zulässig und im Hinblick auf die Transparenz des Kapitalmarktes nur wünschenswert.

Selbiges muss auch für freiwillige Bekanntmachungen der Zielgesellschaft gelten. Eine ordnungsgemäße, gleichmäßige Bekanntmachung durch die Zielgesellschaft verstößt keineswegs gegen die Geheimhaltungspflicht. Unabhängig davon, ob die Bekanntmachung freiwillig oder verpflichtend ist, muss nur

¹⁸⁵ Winner, Zielgesellschaft 134.

gewährleistet werden, dass diese in einer nicht marktverzerrenden Weise geschieht.¹⁸⁶

Wie oben dargelegt können Bekanntmachungen durch die Zielgesellschaft unangenehme Folgen für den Bieter nach sich ziehen. Veröffentlichungen der Zielgesellschaft, die durch die Bekanntmachungspflicht ausgelöst wurden, lösen nämlich, wie bereits erläutert, idR dieselben Rechtsfolgen (Anzeigefrist des § 10, Sperrfrist des § 21 ua) aus wie solche des Bieters selbst. Dass dies aufgrund der deckungsgleichen Bekanntmachungspflicht des Bieters berechtigt ist, wurde ebenfalls schon festgehalten.

Was gilt nun aber für freiwillige Bekanntmachungen der Zielgesellschaft? Ist es gerechtfertigt, dass der Zielgesellschaft durch freiwillige Bekanntmachungen die Macht gegeben wird, den Bieter zu einem Angebot zu zwingen und damit mitunter entscheidend über dessen Erfolg mitzubestimmen? Die Antwort auf diese Fragen hängt entscheidend davon ab, ob ein freundliches oder ein feindliches Übernahmeangebot vorliegt. Bei einem freundlichen Angebot, bei dem die Zielgesellschaft ja den Erfolg des Angebots anstrebt, müssen freiwillige Bekanntmachungen der Zielgesellschaft dieselben Rechtsfolgen auslösen wie freiwillige Bekanntmachungen des Bieters. Dies ist allein schon deshalb nötig, weil Bieter und Zielgesellschaft bei freundlichen Angeboten meist akkordiert vorgehen und über denselben Informationsstand bezüglich des Angebots verfügen. Der Bieter könnte, wenn man den Eintritt der Rechtsfolgen bei Bekanntmachungen der Zielgesellschaft verneint, diese Rechtsfolgen einfach dadurch umgehen, dass nicht er selbst, sondern die Zielgesellschaft die Bekanntmachungen vornimmt. Dies wäre nicht im Sinne des ÜbG.¹⁸⁷ AA sind *Birkner / Thaler*, die auch bei freundlichen Angeboten die Auslösung der Rechtsfolgen verneinen.¹⁸⁸

Völlig anders stellt sich die Situation bei feindlichen Übernahmen dar. IdR tritt der Bieter in einem ersten Schritt an die Zielgesellschaft heran, um über eine freundliche Übernahme zu verhandeln. Lehnt die Zielgesellschaft ab und verweigert sie gleichzeitig die Unterzeichnung eines Vertraulichkeitsabkommens, steht es ihr offen die Angebotsabsicht des Bieters in einer nicht marktverzerrenden Weise

¹⁸⁶ *Birkner/Thaler* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 692.

¹⁸⁷ *Winner*, Zielgesellschaft 146

¹⁸⁸ *Birkner/Thaler* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 692 f.

freiwillig bekannt zu machen. Würde diese Bekanntmachung die besprochenen Rechtsfolgen für den Bieter auslösen, hätte die Zielgesellschaft sozusagen die Macht den Bieter zu einem Zeitpunkt, zu dem seine Angebotsvorbereitungen idR noch nicht besonders weit gediehen sind, zur Angebotsstellung zu zwingen. Regelmäßig wird es für den Bieter geradezu unmöglich sein, innerhalb der von § 21 Abs 2 ÜbG vorgegebenen Frist von 40 Börsetagen ein Übernahmeangebot auf die Beine zu stellen. Insb die nötige Sicherstellung der ausreichenden Finanzierung der Übernahme wird dem Bieter idR Probleme bereiten. Als Konsequenz würden Übernahmeangebote oftmals schon im Keim erstickt werden, weshalb die Auslösung der Rechtsfolgen in diesem Fall strikt abzulehnen ist.¹⁸⁹

4.7 Stellungnahme zum Angebot

Jeder Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft muss selbstständig beurteilen, ob er das Angebot des Bieters annehmen oder ablehnen möchte. Als wesentliche Informationsquelle für die Entscheidung dient neben der Angebotsunterlage des Bieters die verpflichtende Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft gem § 14 ÜbG. Diese Stellungnahme kann als Gegengewicht zur Angebotsunterlage bezeichnet werden.¹⁹⁰ Seit dem ÜbRÄG 2006 ist neben dem Vorstand und dem Sachverständigen auch der Aufsichtsrat zu einer Äußerung verpflichtet.

Die Stellungnahme der Zielgesellschaft hat zeitlich so zu erfolgen, dass dem Sachverständigen noch ausreichend Zeit bleibt, seine Beurteilung der Stellungnahme abzugeben. Daneben sind noch zwei Fristen zu beachten. § 14 Abs 3 ÜbG normiert, dass die Veröffentlichung höchstens zehn Tagen ab Veröffentlichung der Angebotsunterlage und spätestens fünf Tagen vor Ende der Annahmefrist des Angebots zu erfolgen hat. Die Stellungnahme ist unmittelbar vor ihrer Veröffentlichung an den Betriebsrat zu übermitteln und bei der ÜbK anzuzeigen. Somit ist es dem Betriebsrat nicht möglich, in seiner eventuellen eigenen

¹⁸⁹ Winner, Zielgesellschaft 146.

¹⁹⁰ Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 89.

Stellungnahme auf die Stellungnahmen des Vorstands und des Aufsichtsrats zu reagieren.¹⁹¹

4.7.1 Zur Äußerung verpflichtete Personen

Nach alter Rechtslage traf die Pflicht zur Stellungnahme ausschließlich den Vorstand der Zielgesellschaft. Da der Vorstand regelmäßig das größte Wissen über das eigene Unternehmen besitzt, dient seine Äußerung zum Angebot dazu, die Aktionäre darüber zu informieren, ob das Angebot im Interesse der Gesellschaft liegt. Die Stellungnahme des Vorstands bedarf eines Beschlusses des Gesamtvorstandes, aber keiner Zustimmung durch den Aufsichtsrat. Der Aufsichtsrat muss seine eigene Meinung ohnehin in seiner Stellungnahme darlegen und es ist gerade auch im Hinblick darauf, dass der Aufsichtsrat idR durch Großaktionäre kontrolliert wird, die nicht immer dieselben Interessen wie die restlichen Anteilseigner haben, nicht erstrebenswert, dass der Aufsichtsrat die Äußerung des Vorstandes gewissermaßen zensiert.¹⁹²

Der Aufsichtsrat, der großteils aus Kapitalvertretern besteht, hat häufig eine andere Meinung zum Angebot als der Vorstand. Nach alter Rechtslage war der Aufsichtsrat berechtigt, eine Stellungnahme abzugeben – eine Pflicht dazu bestand nur, wenn der Aufsichtsrat der Meinung war, dass die vom Vorstand abgegebene Beurteilung des Angebots unrichtig ist.¹⁹³ Da in der Praxis nicht selten Interessenkonflikte zwischen Vorstand und Anteilseignern auftreten, ist die ausdrückliche Verpflichtung des Aufsichtsrats zu einer Äußerung, die seit dem ÜbRÄG 2006 besteht, sehr zu begrüßen. Zu denken ist etwa an freundliche Angebote, bei denen der Vorstand unreflektierte positive Äußerungen zum Angebot abgibt. Noch viel größer ist das Potential für Interessenkonflikte beim MBO, wo die Äußerung des Vorstands zum Angebot naturgemäß nicht von großer Objektivität getragen sein wird. Aber auch bei feindlichen Übernahmen stellt sich das Problem, denn der Vorstand könnte das Angebot aus rein egoistischen Motiven ablehnen.¹⁹⁴

¹⁹¹ Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 22 ff.

¹⁹² Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 18.

¹⁹³ Winner, Zielgesellschaft 168.

¹⁹⁴ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 89.

Kurz gesagt: Die Äußerungspflicht des Vorstands bringt eine zusätzliche, meist objektivere Meinung auf den Tisch.

Des Weiteren ist der Betriebsrat als Vertretung der Arbeitnehmer (neben den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat) dazu befugt, eine Stellungnahme zu den Auswirkungen auf die Beschäftigten abzugeben. Wenn er von dieser Befugnis Gebrauch macht, ist seine Stellungnahme zusammen mit den anderen Stellungnahmen zu veröffentlichen.¹⁹⁵

Abschließend hat ein unabhängiger Sachverständiger die Äußerungen zu prüfen und das Angebot zu beurteilen. Damit möchte der Gesetzgeber der Äußerung der Zielgesellschaft zusätzliche Objektivität verleihen. Generelle Regeln zur Beiziehung eines Sachverständigen durch die Zielgesellschaft im gesamten Übernahmeverfahren finden sich in § 13 ÜbG.

4.7.2 Inhalt der Stellungnahme

Vorstand und Aufsichtsrat haben in ihren Stellungnahmen das Angebot aus wirtschaftlicher Sicht zu beurteilen und ihre Beurteilung zu begründen. Natürlich spricht nichts dagegen, das Angebot auch auf seine rechtliche Zulässigkeit zu überprüfen, obwohl die ÜbK dies schon im Rahmen ihrer Vorprüfung getan hat und durch die Genehmigung der Veröffentlichung auch indirekt das positive Ergebnis dieser Prüfung kommuniziert hat.¹⁹⁶ Bei ihrer Prüfung haben sich Vorstand und Aufsichtsrat entgegen dem Gesetzeswortlaut nicht nur auf das Angebot an sich, sondern auf die gesamte Angebotsunterlage zu beziehen. Die Prüfung und Ausarbeitung haben sorgfältig, genau und vollständig zu erfolgen und die Stellungnahme hat nur Äußerungen zu enthalten, die mit dem Angebot in sachlichem Zusammenhang stehen.¹⁹⁷

¹⁹⁵ ErläutRV ÜbG 2006 [8].

¹⁹⁶ Winner, Zielgesellschaft 160.

¹⁹⁷ Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 7, 15.

4.7.2.1 Angemessenheit der Gegenleistung

Im Mittelpunkt der Stellungnahme steht naturgemäß die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung. Hierbei bieten sich zwei Möglichkeiten an: Einerseits kann zur Beurteilung der Angemessenheit auf den Börsenkurs als Wertmaßstab abgestellt werden, da meist ein niedriger Börsenkurs den Zeitpunkt der Angebotsstellung bestimmt und somit der unmittelbare Auslöser des Angebots ist. Im Falle einer Überbewertung am Markt ist die Heranziehung des Börsenkurses natürlich im Interesse der Zielgesellschaft. Im gegenteiligen Fall einer Unterbewertung wird die Heranziehung des Börsenkurses hingegen nicht im Sinn der Anteilseigner sein. Auch wenn der Börsenkurs die aktuelle Meinung des Marktes über den Wert der Zielgesellschaft widerspiegelt, so bleibt er doch eine reine Momentaufnahme. Allenfalls sollte bei der Heranziehung des Börsenkurses ein Durchschnittskurs eines längeren Zeitraums als Grundlage dienen.

Die zweite Möglichkeit stellt die Bewertung des Unternehmens anhand finanzwirtschaftlicher Modelle dar.¹⁹⁸ In der Praxis ist vor allem das *Discounted Cash Flow* (DCF) Verfahren¹⁹⁹ in Verwendung. Eine genauere Bewertung ermöglicht meist das *Adjusted Present Value* (APV) Verfahren²⁰⁰, welches jedoch mathematisch aufwändiger ist.²⁰¹

Alternativ können auch vergleichbare Konkurrenzunternehmen derselben Branche zur Bewertung herangezogen werden. Kriterien der Vergleichbarkeit sind ua die Produktpalette, die Bearbeitung gleicher Märkte und die Cash Flow Volatilität. Für vergleichbare Unternehmen werden Kennzahlen errechnet, die dann in Relation zum Börsenkurs gesetzt und auf die Zielgesellschaft umgelegt werden. Gebräuchliche Kennzahlen sind ua EBIT²⁰² und EBITDA²⁰³. Diese einfache und plausible Methode

¹⁹⁸ Winner, Zielgesellschaft 163.

¹⁹⁹ Dabei werden die erwarteten zukünftigen Geldflüsse (Cash Flows) des Unternehmens mit einem an die Kapitalstruktur angepassten, gewichteten Diskontierungszinssatz (WACC) abgezinst und so der Wert des Unternehmens zum gegenwärtigen Zeitpunkt ermittelt.

²⁰⁰ Das APV Verfahren ist dem DCF Verfahren ähnlich, allerdings werden die einzelnen Cash Flows voneinander getrennt mit eigenen Zinssätzen abgezinst, was eine sauberere und genauere Bewertung ermöglicht.

²⁰¹ Für eine Einführung in die finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung siehe etwa Fischer, Finanzwirtschaft für Anfänger⁴ (2005).

²⁰² Earnings Before Interest and Tax

²⁰³ Earnings Before Interest, Tax and Depreciation; EBIT ohne Berücksichtigung der Abschreibungen; eine beliebte Kennzahl um den Cash Flow zu approximieren.

bringt aber Probleme mit sich. Erstens kann der Wert der Konkurrenzunternehmen idR nur anhand der Börsenkurse festgestellt werden und zweitens sind verschiedene Unternehmen nie zu hundert Prozent vergleichbar. Dennoch erhält man mit dieser Methode eine Bandbreite von Werten der an der Börse gehandelten Unternehmen der Branche.²⁰⁴

Eine weitere, in Österreich jedoch aufgrund der geringen Größe des Marktes kaum anwendbare Methode, ist die Preisfindung anhand eines Vergleichs mit ähnlichen Transaktionen aus der Vergangenheit. Statt des Börsenkurses wird der Kaufpreis mit Kennzahlen in Relation gesetzt und so auf den Wert der Zielgesellschaft geschlossen. Dabei treten allerdings die gleichen Probleme wie bei Vergleichen mit anderen börsennotierten Unternehmen auf.²⁰⁵

Der Vorteil der Bewertung anhand finanzmathematischer Modelle liegt darin, dass die Informationen des Vorstandes über die Zielgesellschaft, die der Markt nicht besitzt, verarbeitet werden. Der Nachteil liegt vor allem in den Annahmen über die Zukunft, die für die Bewertung getroffen werden müssen. So muss z.B. eine Wachstumsrate für die jährlichen Cash Flows angenommen werden, die das Ergebnis der Berechnungen entscheidend beeinflusst. Durch zu optimistische, unrealistische Annahmen lässt sich die Berechnung leicht manipulieren, um einen höheren Unternehmenswert zu erhalten.

Nichtsdestotrotz sollte mE die Unternehmensbewertung auf der Grundlage finanzmathematischer Modelle und unter ergänzender Berücksichtigung des durchschnittlichen Börsenkurses und wenn möglich ähnlicher Unternehmen und Transaktionen als Entscheidungsgrundlage dienen, denn eine verfälschte finanzmathematische Bewertung wird von Analysten und nicht zuletzt vom Bieter, der ja selbst im Rahmen der Due Diligence eine Bewertung durchführt, ohnehin aufgedeckt werden.

Im Ergebnis sollte die Empfehlung der Verwaltungsorgane an die Anteilseigner grundsätzlich dann positiv ausfallen, wenn der Angebotspreis den mittels der beschriebenen Verfahren ermittelten Wert pro Aktie übersteigt.

²⁰⁴ Picot (Hrsg), Handbuch 48.

²⁰⁵ Picot (Hrsg), Handbuch 48 f.

Neben der Beurteilung des Preises hat die Stellungnahme eine Beurteilung der Auswirkungen der Annahme des Angebots auf die Zielgesellschaft allgemein, die Gläubiger, das öffentliche Interesse und insbesondere auf die Arbeitnehmer zu enthalten. Der Gesetzgeber hat in Übereinstimmung mit der ÜbRL, im Vergleich zur alten Rechtslage, die Wichtigkeit der Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen nochmals unterstrichen.²⁰⁶ Zu beachten ist aber, dass im Mittelpunkt immer die Interessen der Anteilseigner stehen müssen. *Winner* hält es aber für argumentierbar, ein Angebot wegen grober Beeinträchtigung von Arbeitnehmerinteressen nicht zu empfehlen.²⁰⁷ ME ist bei solchen Äußerungen Vorsicht geboten, denn dies eröffnet dem Vorstand Möglichkeiten, mit der Angst vor Arbeitsplatzverlusten Stimmung gegen das Übernahmeangebot zu machen. An dieser Stelle wird auf die Ausführungen in Abschnitt 4.2 verwiesen, die zu dem Ergebnis kommen, dass in einem kapitalistisch orientierten System der das Verlustrisiko tragende Shareholder unter Berücksichtigung von berechtigten Interessen der übrigen Stakeholder immer an erster Stelle stehen muss – alles Andere würde nur Wert vernichten.

4.7.2.2 Empfehlung an die Anteilseigner

Das Gesetz sieht vor, dass die Organe abschließend eine Empfehlung an die Anteilseigner abzugeben haben. Diese hat anzuführen, ob das Angebot aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft angenommen oder abgelehnt werden sollte. Die Empfehlung ist ausführlich zu begründen und es ist anzugeben, welche Folgen die Annahme oder Ablehnung des Angebots für die Zielgesellschaft haben wird. Wenn keine konkurrierenden Angebote vorliegen, ist eine positive Empfehlung auch dann zulässig, wenn die Organe es für wahrscheinlich halten, dass der Preis bei einem Vorliegen konkurrierender Angebote höher sein würde. Eine Pflicht zur aktiven Suche von alternativen Bietern besteht nicht. Wenn allerdings ein konkurrierendes Angebot vorliegt, das einen höheren Preis vorsieht, wird auch für den Fall, dass das niedrigere Angebot ein freundliches ist, eine positive Empfehlung äußerst schwer argumentierbar sein.²⁰⁸

²⁰⁶ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 90.

²⁰⁷ *Winner*, Zielgesellschaft 163.

²⁰⁸ *Huber/Trenkwalder* in *Huber*, Übernahmegesetz § 14 Rz 10 f.

Falls sich die Organe, wie das in der Praxis leider häufig der Fall ist, nicht in der Lage sehen, eine abschließende Empfehlung abzugeben, haben sie zumindest die Argumente für und gegen die Annahme des Angebotes darzulegen. Daneben ist zu begründen, warum die Abgabe einer Empfehlung aus der Sicht der Organe nicht möglich ist. Der Gesetzgeber regelt ganz klar, dass die Möglichkeit des Verzichts auf eine Empfehlung aber nur dann besteht, wenn den Organen aus ihrer Sicht die Abgabe einer Empfehlung unmöglich ist. ME ist es wichtig diese Bestimmung streng auszulegen, denn wenn die Stellungnahme der Zielgesellschaft ein Gegengewicht zur Angebotsunterlage des Bieters sein soll, so muss diese von der Zielgesellschaft auch mit der gebotenen Sorgfalt erstellt werden. Wenn die Organe der Zielgesellschaft in ihre Stellungnahme sorgfältig und objektiv nachvollziehbar argumentieren, sollte auch ein etwaiges Haftungsrisiko der Abgabe einer Empfehlung nicht im Wege stehen. Sollte die Abgabe einer Empfehlung tatsächlich nicht möglich sein, so sind die dargelegten Argumente zumindest zu bewerten und gewichten, eine bloß listenartige Aufzählung ist nicht ausreichend.²⁰⁹

Sollten Vorstand und Aufsichtsrat in ihrer Beurteilung des Angebots zu unterschiedlichen Meinungen („*dissenting opinion*“) gelangen, so sind beide Meinungen zu veröffentlichen. Gerade diese Situation hatte der Gesetzgeber bei der Neuregelung des § 14 ÜbG durch das ÜbRÄG 2006 im Sinn, denn für den Anteilseigner ist es von größter Wichtigkeit zu erfahren, wenn der Aufsichtsrat als Vertretungsorgan der Anteilseigner die Meinung des Vorstands zu einem Angebot nicht teilt. Weiters haben die Organe etwaige Interessenkonflikte, die ihre Objektivität hinsichtlich des Angebots belasten, offen zu legen. Damit ist gemeint, dass die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats die von ihnen gehaltenen Beteiligungspapiere und Optionen auf Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft anzugeben haben. *Dissenting Opinions* und persönliche Interessenkonflikte sind in der Stellungnahme streng voneinander zu trennen. Zu denken ist etwa an den Fall eines MBO unter Beteiligung von Vorstandsmitgliedern der Zielgesellschaft. Diese dürfen bei einer mehrheitlichen Ablehnung durch die übrigen Mitglieder der Verwaltungsorgane ihre Zustimmung nicht als *Dissenting Opinion* deklarieren, wenn sie vielmehr auf einem persönlichen Interessenkonflikt basiert.²¹⁰

²⁰⁹ Winner, Zielgesellschaft 161 f.

²¹⁰ Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 12 ff.

4.7.3 Äußerung des Sachverständigen

Gem § 14 Abs 2 ÜbG hat ein Sachverständiger eine Beurteilung des Angebots und der Äußerungen des Vorstands und des Aufsichtsrats vorzunehmen. Die Beurteilung hat vor allem im Hinblick auf die wirtschaftliche Angemessenheit des Angebots, aber auch auf seine Gesetzmäßigkeit zu erfolgen. Die Beurteilung ist gemeinsam mit den Äußerungen von Vorstand und Aufsichtsrat und einer etwaigen Stellungnahme des Betriebsrates zu veröffentlichen. Die Beiziehung des Sachverständigen, nicht nur für die Prüfung des Angebots und der Stellungnahmen von Vorstand und Aufsichtsrat, sondern auch zur Beratung während des ganzen Übernahmeverfahrens, ist in § 13 ÜbG geregelt. Der Sachverständige ist durch den Vorstand nach Genehmigung durch den Aufsichtsrat zu bestellen.²¹¹

Der dadurch normierte Beratungszwang durch den Sachverständigen dient dazu, bei möglichen Interessenkonflikten der Verwaltungsorgane die Objektivität der Äußerungen der Verwaltungsorgane zu gewährleisten. Die Verwaltungsorgane sollten schon aufgrund des Wissens über die Prüfung ihrer Aussagen durch den Sachverständigen gewissermaßen zur Objektivität gezwungen werden. Besonders im Fall eines freundlichen Angebots soll damit der Gefahr entgegengewirkt werden, dass die Organe der Zielgesellschaft weitgehend unreflektiert eine Empfehlung zur Annahme des Angebots an die Anteilseigner abgeben. Auf der Gegenseite besteht auch beim Bieter eine Pflicht zur Heranziehung eines Sachverständigen (§ 9 ÜbG). Daneben soll die Prüfung des Sachverständigen den Organen der Zielgesellschaft im Hinblick auf eine mögliche Haftung für ihre Aussagen eine gewisse Sicherheit geben. Nicht zuletzt soll die Beiziehung des Sachverständigen zu einer Entlastung der ÜbK führen, denn die natürlich unumgängliche Überprüfung der Äußerungen der Organe der Zielgesellschaft durch die ÜbK kann anhand einer bereits erfolgten Prüfung und Zusammenfassung durch den Sachverständigen wesentlich ökonomischer durchgeführt werden.²¹² Dabei ist mE allerdings Vorsicht angebracht, denn immerhin wurde der Sachverständige von den Organen der Zielgesellschaft selbst bestellt. Mehr Objektivität würde die Bestellung des Sachverständigen durch die ÜbK bringen, denn dann könnte dieser tatsächlich Prüfungsaufgaben wahrnehmen und so die ÜbK entlasten. Problematisch erscheint es in diesem Zusammenhang allerdings, für jedes

²¹¹ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 13 Rz 6.

²¹² Winner, Zielgesellschaft 172 f.

Unternehmen einen passenden Sachverständigen zu finden. Eine Lösung würde vielleicht ein eigenes Sachverständigenverzeichnis bei der ÜbK bringen, in der für jede Branche eine Auswahl an von der ÜbK genehmigten Sachverständigen aufgelistet ist. Dies würde auch den Erfordernissen des § 9 Abs 2 ÜbG genügen.

Der Sachverständige muss geeignet und unabhängig sein. In § 9 (2) ÜbG, auf den § 14 ÜbG ausdrücklich verweist, werden die geeigneten Sachverständigen abschließend genannt. Grundsätzlich kommen zwei Gruppen, sowohl Wirtschaftsprüfer als auch Kreditinstitute, infrage, wobei in der Praxis bei Übernahmeverfahren fast ausschließlich Wirtschaftsprüfer als Sachverständige tätig sind. Andere potentiell fähige Berufsgruppen wie Rechtsanwälte oder Unternehmensberater kommen hingegen nicht als Sachverständige infrage²¹³, was mE nicht begründbar ist und somit die Auswahl unnötigerweise einschränkt. Kreditinstitute müssen für die Tätigkeit als Sachverständiger im Übernahmeverfahren überdies eine Berechtigung zum Betrieb von Geschäften des Investmentbankengeschäfts (§ 1 Abs 2 Z 3 BWG) aufweisen können.

Wirtschaftsprüfer müssen gem § 9 Abs 2 lit a ÜbG zur Sicherheit ihrer Zahlungsfähigkeit im Falle einer Haftung eine Haftpflichtversicherung über eine mindestens einjährige Versicherungsperiode und mit einer Versicherungssumme von mindestens 7,3 Mio Euro abgeschlossen haben, die das Risiko für die Prüfungs- und Beratungstätigkeit im Übernahmeverfahren trägt. Eine allgemeine Haftpflichtversicherung ist nicht ausreichend. Nicht nachvollziehbar ist, warum der Gesetzgeber auf eine mindestens einjährige Versicherungsdauer abstellt. Sinnvoller und auch für Versicherungsunternehmen berechenbarer wäre eine eigene Versicherung für jedes Beratungsmandat. So könnte auch die Gefahr, dass aufgrund mehrerer Schadensfälle in einem Jahr eine Unterdeckung eintritt, weitgehend gebannt werden.²¹⁴ Dass die ÜbK in der Praxis auch solche nicht dem Gesetzeswortlaut entsprechende Einzelversicherungen akzeptiert ist im Ergebnis zu begrüßen.²¹⁵ Für Investmentbanken, die übrigens aus dem gesamten EWR stammen können, ist eine verpflichtende Haftpflichtversicherung nicht vorgesehen, da diese aufgrund ihrer Größe idR ohnehin über ausreichende finanzielle Mittel verfügen. Das

²¹³ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 9 Rz 43.

²¹⁴ Winner, Zielgesellschaft 173.

²¹⁵ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 9 Rz 45.

Gesetz schreibt für sie in § 9 Abs 2 lit c ÜbG lediglich anrechenbare Eigenmittel von mindestens 18,2 Mio Euro vor.

Die vom Gesetz geforderte Unabhängigkeit des Sachverständigen ist anhand der Kriterien der §§ 271 und 271a UGB, die beide die Ausschlussgründe für Abschlussprüfer regeln, zu prüfen. Nicht unabhängig ist ein Sachverständiger beispielsweise dann, wenn er Anteile an der Zielgesellschaft hält oder selbst Mitglied des Vorstands, Aufsichtsrats oder einfacher Arbeitnehmer der Zielgesellschaft ist.²¹⁶ Aber auch außerhalb §§ 271 und 271a UGB finden sich Gründe, die eine Unabhängigkeit ausschließen. Etwa wenn der Sachverständige schon Sachverständiger des Bieters ist. Obwohl er in dieser Funktion ebenfalls zur Unabhängigkeit verpflichtet ist, spricht das allgemeine Empfinden gegen seine Eignung zusätzlich als Sachverständiger der Zielgesellschaft fungieren zu können. Nicht schädlich für die Unabhängigkeit ist es hingegen, wenn der Sachverständige Abschlussprüfer der Zielgesellschaft ist oder wenn er an deren Buchhaltung oder Bilanzierung mitwirkt.²¹⁷

4.7.4 Sanktionen

Die Verletzung von § 14 Abs 1, 3 ÜbG ist eine Verwaltungsübertretung und kann gem § 35 Abs 1 Z 2 iVm Abs 2 ÜbG mit einer Geldstrafe von 5.000 bis 50.000 Euro bestraft werden.²¹⁸ Außerdem sind § 14 Abs 1, 3 ÜbG als Schutzgesetze iSd § 1311 ABGB zum Schutze des Vermögens der Anleger zu sehen. Es kommt daher auch eine zivilrechtliche Haftung infrage.²¹⁹ IdR werden sich Ansprüche hauptsächlich gegen die Zielgesellschaft richten, wobei bei vorsätzlichen Verletzungen auch eine Haftung der Mitglieder der Verwaltungsorgane in Betracht zu ziehen ist.²²⁰ Eine nähere Betrachtung des umfangreichen Themas der Haftungsfragen muss in dieser Arbeit unterbleiben.

²¹⁶ Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 9 Rz 107.

²¹⁷ Winner, Zielgesellschaft 179.

²¹⁸ Huber/Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 14 Rz 24.

²¹⁹ Winner, Zielgesellschaft 70.

²²⁰ Zur Haftungsfrage und speziell zur zivilrechtlichen Haftung ausführlich Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 709 ff.

5. Abwehrmaßnahmen bei feindlichen Übernahmeangeboten

5.1 Allgemeines

In den Vereinigten Staaten sind feindliche Übernahmeversuche am Kapitalmarkt an der Tagesordnung. Dort ist aufgrund der geltenden *Business Judgement Rule*²²¹ und der daraus resultierenden weitgehenden Handlungsfreiheit des *Board of Directors*²²² im Bezug auf Abwehrmaßnahmen eine Vielzahl kreativer und manchmal auch durchaus skurril anmutender Verteidigungsmaßnahmen entstanden.

Im österreichischen Übernahmerecht ist die rechtliche Lage grundverschieden. Erstens hat sich der Gesetzgeber im Übernahmerecht mit der Normierung der weitgehenden Zustimmungspflicht der Hauptversammlung zur Durchführung von Abwehrmaßnahmen grundsätzlich für eine Neutralitätspflicht der Verwaltungsorgane und gegen die *Business Judgement Rule* entschieden. Zweitens beschränken die umfassenden Regelungen des in Österreich hoch entwickelten Gesellschaftsrechts die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen.²²³

Abwehrmaßnahmen haben jedoch nicht immer die Abwehr eines feindlichen Übernahmeversuchs zum Zweck. Die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft können auch durch verschiedene Maßnahmen versuchen, die Übernahme für den Bieter zu verteuern, was naturgemäß im Interesse der veräußerungswilligen Anteilseigner liegt. Je gravierender die Preiserhöhung ausfällt, desto wahrscheinlicher ist im Fall der erfolgreichen Durchführung der Übernahme allerdings auch der Austausch des Managements durch den Bieter, wodurch ein Interessenkonflikt entsteht. Somit wird klar, dass der österreichische Gesetzgeber mit seiner einschränkenden Haltung gegenüber Abwehrmaßnahmen nur Interessenkonflikte bekämpft, bei denen das Management dem Übernahmeangebot feindlich gegenübersteht. Die Folgen von Interessenkonflikten bei freundlichen

²²¹ Die *Business Judgement Rule* ist eine aus den USA stammende Rechtsfigur, die die Haftung der Verwaltungsorgane für ihr Handeln beschränkt, wenn sie sorgfältig und im Interesse der Gesellschaft zu handeln glauben. Im Zusammenhang mit Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote ist damit die aufgrund der Haftungsbeschränkung freie Handlungsmöglichkeit des Vorstands gemeint. (Lutter, Die Business Judgement Rule in Deutschland und Österreich, GesRZ 2007, 79 ff).

²²² Bouchon/Müller-Michaels in Hölter (Hrsg), Handbuch 1025.

²²³ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 702.

Übernahmeangeboten werden jedoch nicht unterbunden. So hat das Management keinen Anreiz, durch Abwehrmaßnahmen den Kaufpreis zum Wohle der veräußernden Anteilseigner zu steigern, da es dadurch nur das Risiko seines Austauschs nach der Übernahme erhöhen würde.

Nach der Erläuterung der deutschen Rechtslage wird im folgenden Abschnitt zunächst das die Neutralitätspflicht der Verwaltungsorgane statuierende Verhinderungsverbot des § 12 ÜbG diskutiert. Im Anschluss an diese abstrakte Abhandlung wird eine Auswahl konkreter Abwehrmaßnahmen präsentiert und auf ihre Zulässigkeit nach österreichischem Recht geprüft, wobei keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit erhoben wird. Bei dieser Betrachtung wird klar, dass die Handlungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft im Fall eines feindlichen Übernahmeangebotes äußerst beschränkt sind und es sich empfiehlt, zulässige vorbeugende Abwehrmaßnahmen zu einer bestmöglichen Vorbereitung auf den Anlassfall zu nutzen. Zudem ist zu beachten, dass das österreichische Gesellschaftsrecht mit der Zweiteilung der Leitungsorgane der Aktiengesellschaft in Vorstand und Aufsichtsrat und der damit erschwerten faktischen Kontrollerlangung über die Gesellschaft gewissermaßen schon eine natürliche Abwehrmaßnahme vorsieht.²²⁴

In der deutschen Rechtslage finden sich gravierende Unterschiede zu den österreichischen Regelungen:

Gem § 33 Abs 1 WpÜG ist es der Zielgesellschaft grundsätzlich wie in Österreich verboten, eigenmächtig anlassbezogene Abwehrmaßnahmen durchzuführen. Explizit davon ausgenommen sind neben der Suche von konkurrierenden Bietern Handlungen, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft auch vorgenommen hätte. Damit wird festgelegt, dass das Tagesgeschäft, aber auch schon begonnene außergewöhnliche Transaktionen, bei Vorliegen eines Übernahmeangebots weitergeführt werden können.²²⁵

Viel einschneidender ist jedoch die Möglichkeit des § 33 Abs 2 WpÜG, nach der die Hauptversammlung der Zielgesellschaft dem Vorstand

²²⁴ Picot (Hrsg), Handbuch 203.

²²⁵ Bouchon/Müller-Michaels in Hölter (Hrsg), Handbuch 1026.

Vorratsermächtigungen für Abwehrmaßnahmen erteilen kann. Damit kann die Hauptversammlung den Vorstand für bis zu 18 Monate ermächtigen, eine bestimmte Art von Abwehrmaßnahme durchzuführen. Ermächtigungen zur Durchführung „aller erforderlichen Abwehrmaßnahmen“ sind hingegen unzulässig. Zur tatsächlichen Durchführung der Maßnahmen ist jedoch noch die Zustimmung des Aufsichtsrats erforderlich.²²⁶ Damit wird das in Österreich vorhandene Zeitproblem bei der Einberufung der Hauptversammlung im Anlassfall weitgehend gelöst und somit anlassbezogene Abwehrmaßnahmen in der Praxis erst ermöglicht.

Weiters sieht § 33a WpÜG vor, dass durch die Satzung die Anwendung des deutschen Verhinderungsverbots ausgeschlossen werden kann. Damit wurde von einem Wahlrecht in der ÜbRL Gebrauch gemacht. In diesem Fall ist das europäische Verhinderungsverbot anzuwenden, dass eine stärkere Beschränkung der Auswahl zulässiger Abwehrmaßnahmen vorsieht.²²⁷ Auch die Erteilung von Vorratsermächtigungen ist unzulässig. In der Praxis wird von der Möglichkeit zur Anwendung des europäischen Verhinderungsverbots wenig Gebrauch gemacht.²²⁸

Insgesamt steht der deutsche Gesetzgeber Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote deutlich liberaler gegenüber als der österreichische.

5.2 Objektivitätsgebot

Der Gesetzgeber versucht in § 12 ÜbG den bereits dargelegten Interessenkonflikt der Verwaltungsorgane beim Auftreten von feindlichen Übernahmeangeboten und dem Spezialfall MBO zu entschärfen, indem er klare Verhaltensanweisungen gibt. Einerseits schreibt das Objektivitätsgebot des § 12 Abs 1 ÜbG vor, dass die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft keine Maßnahmen setzen dürfen, die die Möglichkeit zu einer freien und informierten Entscheidung der Beteiligungspapierinhaber zur Annahme oder Ablehnung des Angebots einschränken.

²²⁶ Bouchon/Müller-Michaels in Hölters (Hrsg), Handbuch 1028 f; Schwennicke in Geibel/Süßmann (Hrsg), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz § 33 Rz 74 ff.

²²⁷ Schwennicke in Geibel/Süßmann (Hrsg), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz § 33a Rz 1, 5.

²²⁸ Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf 205.

Andererseits enthalten § 12 Abs 2, 3 ÜbG das Verhinderungsverbot. Das Gesetz normiert zum Schutz der Interessen der Beteiligungspapierinhaber, dass die Entscheidungskompetenz über Verteidigungsmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeversuche grundsätzlich, jedoch mit Ausnahmen, bei der Hauptversammlung, also bei den Anteilseignern selbst, liegt.

Das Objektivitätsgebot des § 12 Abs 1 ÜbG stellt eine Konkretisierung des allgemeinen Irreführungsverbotes des § 4 Z 3 ÜbG dar, das wiederum eine Ausprägung des allgemeinen Transparenzgebotes des § 3 Z 2 ÜbG ist. Gem §§ 12 Abs 1 iVm 4 Z 3 ÜbG müssen alle von den Verwaltungsorganen der Zielgesellschaft veröffentlichten Informationen und Erklärungen sorgfältig, genau und vollständig ausgearbeitet sein. Sie dürfen nicht unrichtig oder zur Irreführung geeignet sein, wobei die Möglichkeit zur Irreführung aus Sicht der Informationsadressaten, also der Anteilseigner, zu beurteilen ist.²²⁹

§ 12 Abs 1 ÜbG konkretisiert diese allgemeine Regel im Hinblick auf Äußerungen und Handlungen im Zusammenhang mit der Entscheidungsfindung der Anteilseigner in Bezug auf ein Übernahmeangebot. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben alle Maßnahmen zu unterlassen, die den Anteilseignern die Gelegenheit zu einer nicht bloß rechtlich und formal, sondern auch wirtschaftlich völlig freien und informierten Entscheidung nehmen könnten.²³⁰ Damit sind vor allem unrichtige Informationen in Stellungnahmen, aber auch das Vorenthalten von entscheidungsrelevanten Informationen gemeint. Dies bedeutet aber auch, dass eine aktive Informationspflicht der Verwaltungsorgane gegenüber den Anteilseignern entsteht. Des Weiteren müssen die Verwaltungsorgane etwaige Interessenkonflikte offenlegen. Keine Rolle spielt es, ob die Interessenkonflikte sich in einer Beeinflussung in Richtung Annahme oder Ablehnung eines Angebots äußern könnten.²³¹

Klarzustellen ist an dieser Stelle, dass das Objektivitätsgebot und die Bekanntmachungspflichten der Zielgesellschaft nicht in einer unvereinbaren Weise kollidieren können²³², denn die Bekanntmachung richtiger, nicht irreführender Informationen im Rahmen einer Informationspflicht kann mE niemals unzulässig sein.

²²⁹ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 4 Rz 14.

²³⁰ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 57.

²³¹ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 7 ff.

²³² Winner, Zielgesellschaft 86.

Auch wenn sie schlussendlich dazu führt, dass das Angebot abgelehnt wird, kann eine sachlich richtige Information die freie und informierte Entscheidungsfähigkeit der Anteilseigner nur fördern.

Grundsätzlich setzt der Gesetzgeber dem Objektivitätsgebot keine zeitlichen Schranken, jedoch sollte eine gewisse zeitliche Nähe zu einem Übernahmeangebot vorliegen, denn ohne die Existenz eines (bevorstehenden) Angebots können die Verwaltungsorgane keine Maßnahmen setzen, die freie und informierte Entscheidung der Anteilseigner im Bezug auf die Annahme oder Ablehnung eines Angebots einschränken könnten. Jedenfalls kann man davon ausgehen, dass die Anwendung des Objektivitätsgebots mit dem Ende der Annahmefrist des Angebots endet.²³³

Für einen kurzen Überblick über die Sanktionen im Fall des Verstoßes gegen das Objektivitätsgebot wird auf die entsprechenden Äußerungen zum Verhinderungsverbot verwiesen.

5.3 Verhinderungsverbot

Besonders im Zusammenhang mit feindlichen Angeboten von großer Relevanz ist das Verhinderungsverbot des § 12 Abs 2, 3 ÜbG. Dieses normiert das Verbot der eigenmächtigen Durchführung aller zur Verhinderung eines Angebots geeigneter anlassbezogener Maßnahmen durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ohne eine Zustimmung der Hauptversammlung. Explizit davon ausgenommen ist die Suche nach konkurrierenden Bietern (*White Knights*), die ja aufgrund des möglicherweise höheren Angebotspreises durch eine Konkurrenzsituation unter den Bietern nur positive Auswirkungen für die Anteilseigner haben kann. Anders ausgedrückt: Die Organe der Zielgesellschaft dürfen in der konkreten Übernahmesituation eigenständig nichts tun, was möglicherweise den Interessen der Anteilseigner zuwiderlaufen würde. Es kommt dabei nicht auf die Verhinderungsabsicht der Verwaltungsorgane, sondern auf die objektive Eignung der Maßnahme an, das Angebot zu vereiteln. Somit hat sich der Gesetzgeber für eine umfassende Neutralitätspflicht der Verwaltungsorgane entschieden. Die Anteilseigner sollen selbstständig und frei über die Annahme des

²³³ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 9.

Angebots entscheiden können, ohne dass mögliche Interessenkonflikte der Verwaltungsorgane und daraus resultierende Abwehrmaßnahmen den Erfolg des Angebots beeinflussen können. Anderes gilt für vorbeugende Abwehrmaßnahmen, welche die Gesellschaft ohne das Vorliegen eines konkreten Übernahmeangebots generell übernahmeresistent machen sollen. Diese sind nicht nach dem Übernahmerecht, sondern rein nach gesellschaftsrechtlichen Kriterien auf ihre Zulässigkeit zu prüfen.²³⁴

Die ÜbRL sah für die nationalen Gesetzgeber die Option vor, statt der verpflichtenden eine freiwillige Anwendung des Verhinderungsverbots einzuführen. Im Gegensatz zu Deutschland hat Österreich diese Option nicht genutzt.²³⁵ Das Verhinderungsverbot gilt also in Österreich absolut und kann, obwohl es eine Ausprägung der Interessenwahrungspflicht ist, auch nicht etwa durch Hinweis auf etwaige Arbeitnehmer- oder Gläubigerinteressen umgangen werden.²³⁶ Ganz im Gegensatz dazu stehen die Regelungen in den USA, die dem Management bei Abwehrmaßnahmen einen weitaus größeren Handlungsspielraum verschaffen, womit sich auch die amerikanische Herkunft der meisten Abwehrmaßnahmen erklären lässt.

Es muss jedoch klar sein, dass es natürlich zulässig ist, wenn die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ein Angebot aus objektiv nachvollziehbaren Gründen ablehnen und dies auch den Anteilseignern mitteilen.²³⁷ Das Verhinderungsverbot will nicht bezwecken, dass Vorstand und Aufsichtsrat neutral zu einem offensichtlich unzureichenden Angebot stehen. Es will lediglich sicherstellen, dass Verwaltungsorgane, die aufgrund von Interessenkonflikten dem Angebot von vornherein nicht neutral gegenüberstehen, den Erfolg des Angebots nicht selbstständig ohne Genehmigung der Anteilseigner durch Abwehrmaßnahmen verhindern.

Im Ergebnis können die österreichischen Regelungen im Bezug auf Abwehrmaßnahmen wie folgt zusammengefasst werden: Während vorbeugende Maßnahmen ausschließlich nach allgemeinem Gesellschaftsrecht zu beurteilen sind, ist zur Durchführung von anlassbezogenen Maßnahmen neben der

²³⁴ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 703.

²³⁵ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 702.

²³⁶ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 67 ff.

²³⁷ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 59; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 70.

gesellschaftsrechtlichen Zulässigkeit immer die Zustimmung der Anteilseigner in Form eines Hauptversammlungsbeschlusses einzuholen.

5.3.1 Anlassbezogene Abwehrmaßnahmen

§ 12 Abs 2 ÜbG stellt klar, dass ab dem Zeitpunkt zu dem der Zielgesellschaft die Angebotsabsicht des Bieters bekannt wird, von den Verwaltungsorganen der Zielgesellschaft keine Abwehrmaßnahmen ohne die Zustimmung der Hauptversammlung durchgeführt werden dürfen. Damit ist auch der Zeitraum zwischen der Kenntniserlangung der Zielgesellschaft von der Angebotsabsicht und der Bekanntmachung der Angebotsabsicht umfasst. Ein Bestehen der Bekanntmachungspflicht der §§ 5, 6 ÜbG ist hingegen nicht nötig und es ist unerheblich von welcher Quelle die Information über die Angebotsabsicht stammt.²³⁸ Nicht umfasst ist nach dem Wortlaut des Gesetzes die Zeitspanne, in der die Zielgesellschaft bereits von Überlegungen des Bieters zur Angebotsstellung weiß, aber noch nicht über eine konkrete Angebotsabsicht informiert ist.²³⁹

Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass das Verhinderungsverbot und die Bekanntmachungspflicht unabhängig voneinander sind, denn einerseits kann der Bieter in geheimen Verhandlungen mit der Zielgesellschaft stehen, wodurch der Zielgesellschaft seine Angebotsabsicht bekannt wird und das Verhinderungsverbot gilt. Andererseits kann der Bieter im Falle von Marktverzerrungen auch schon verpflichtet sein, bloße Überlegungen bekanntzumachen, wodurch kein Beginn des Verhinderungsverbots ausgelöst wird.²⁴⁰

Der späte Beginn des Verhinderungsverbots erst ab Kenntnis einer konkreten Angebotsabsicht erscheint jedoch hochproblematisch. Die Zielgesellschaft wäre somit bei Kenntnis von ausgereiften Überlegungen des Bieters in der Lage, ohne vom Verhinderungsverbot eingeschränkt zu werden Abwehrmaßnahmen gegen ein feindliches Angebot zu ergreifen. Zu erwägen ist, ob hier eine zu schließende außerplanmäßige Lücke vorliegt. Ein Lückenschluss in § 12 ÜbG ist aber nach hM

²³⁸ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 21.

²³⁹ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 703.

²⁴⁰ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 21.

nicht nötig²⁴¹, denn in diesem Fall greift die allgemeine Interessenwahrungspflicht des § 3 Z 3 ÜbG ein, die den Organen der Zielgesellschaft verbietet, Handlungen gegen die Interessen der Anteilseigner und der übrigen Stakeholder durchzuführen. Die Organe der Zielgesellschaft können also auch vor Kenntnis der Angebotsabsicht nicht einfach aus egoistischen Motiven Maßnahmen zur Verhinderung eines feindlichen Angebots durchführen.²⁴²

Das zeitliche Ende des Verhinderungsverbots markiert bei einem erfolgreichen Angebot die Durchführung der Übernahme und sonst die Veröffentlichung des Ergebnisses.

Der Gesetzgeber nennt in § 12 Abs 2 ÜbG als Beispiel für eine zur Vereitelung eines Angebots geeignete Maßnahme die Ausgabe von Wertpapieren. Dadurch wird die Anzahl der für einen Erfolg des Angebots nötigen Beteiligungspapiere erhöht und somit die Übernahme erschwert. Explizit zulässig und sogar erwünscht ist wie bereits oben erläutert die Suche nach konkurrierenden Bietern, die für die Anteilseigner keinerlei negative Auswirkungen hat. Eine genaue Erörterung dieser und weiterer ausgewählter Abwehrmaßnahmen erfolgt in den Abschnitten 5.4 und 5.5.

Zulässig ist die Durchführung einer Abwehrmaßnahme dann, wenn sie von der Hauptversammlung genehmigt wird. Nicht ausreichend sind aber schon vor dem Vorliegen eines konkreten Übernahmeangebots gefasste Vorratsbeschlüsse, vielmehr muss die Hauptversammlung die Genehmigung jeder Abwehrmaßnahme im konkreten Einzelfall beschließen.²⁴³ Dies ist damit zu begründen, dass jedes individuelle Angebot anders ist und die Anteilseigner naturgemäß nicht vor dem Vorliegen eines Angebots über dessen Vorteilhaftigkeit entscheiden können. ME stellt das Verbot von Vorratsbeschlüssen jedoch eine unnötige Bevormundung der Anteilseigner dar, denn letztlich müssen diese in Form der Hauptversammlung einem Vorratsbeschluss selbst zustimmen und wenn sie den Organen der Gesellschaft im Bezug auf die Abwehr von Angeboten soweit vertrauen, dann sollte das Gesetz nicht im Wege stehen.

Die rechtzeitige Einberufung einer Hauptversammlung kann jedoch im Fall des Vorliegens eines Übernahmeangebots schwierig sein, da die kürzest mögliche

²⁴¹ Winner, Zielgesellschaft 88.

²⁴² Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 58.

²⁴³ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 34.

Einberufungsfrist seit dem AktRÄG 2009²⁴⁴ 21 Tage²⁴⁵, die Minstdauer der Annahmefrist eines Übernahmeangebots aber nur 14 Tage beträgt.²⁴⁶ Auch die durch das AktRÄG 2009 in § 105 Abs 5 AktG geschaffene Möglichkeit der Beschlussfassung ohne Einhaltung der Einberufungsfrist kann mE dem Problem keine Abhilfe schaffen, da dazu alle Aktionäre anwesend oder zumindest vertreten sein müssen²⁴⁷, was wohl in der Praxis Schwierigkeiten bereiten wird.

Das Verhinderungsverbot schränkt lediglich die Geschäftsführungsbefugnis der Verwaltungsorgane ein. Somit entfalten Maßnahmen, die aus zeitlichen Gründen ohne Hauptversammlungsbeschluss gesetzt wurden, trotzdem uneingeschränkt Außenwirkung. Eine Nichtigkeit kann nur im Falle der Kollusion und bei rechtsmissbräuchlichem Vorgehen vorliegen.²⁴⁸ *Diregger / Winner* schlagen deshalb die Durchführung anlassbezogener Abwehrmaßnahmen unter der aufschiebenden Bedingung der nachträglichen Genehmigung durch die Hauptversammlung vor²⁴⁹, wodurch das Zeitproblem im Zusammenhang mit der Einberufung der Hauptversammlung gelöst würde. Diese Vorgehensweise würde aber im Hinblick auf die uneingeschränkte Außenwirkung von Abwehrmaßnahmen, die ohne Hauptversammlungsbeschluss durchgeführt wurden, mE die klare Anweisung des Gesetzgebers über die Zustimmungspflicht der Hauptversammlung in gewisser Weise umgehen. Durch diesen Umgehungsversuch wird aufgezeigt, dass die Regelung über die Zustimmungspflicht der Hauptversammlung schlicht verfehlt ist und an der Übernahmerealität vorbeigeht. Auch wenn das Verhinderungsverbot aufgrund der kleinen Größe des österreichischen Marktes keine große praktische Relevanz besitzt, so ist meiner Meinung nach Reformbedarf gegeben.

Da erstens den Verwaltungsorganen der Zielgesellschaft durch das Verhinderungsverbot die eigenständige Durchführung anlassbezogener Abwehrmaßnahmen weitgehend unmöglich gemacht wird und zweitens durch die Einberufungsfrist der zur Durchführung nötigen Hauptversammlung ein gravierendes Zeitproblem entsteht, sind mE anlassbezogene Abwehrmaßnahmen in Österreich weitgehend bedeutungslos.

²⁴⁴ Aktienrechts – Änderungsgesetz, BGBl 2009/71.

²⁴⁵ *Knauder*, Prüfungsfragen & Prüfungsantworten zum Gesellschaftsrecht² (2010) 121.

²⁴⁶ *Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 704.

²⁴⁷ *Knauder*, Prüfungsfragen 121.

²⁴⁸ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 60.

²⁴⁹ *Diregger/Winner*, Deutsches und österreichisches Übernahmerecht aus Anlegersicht, WM 2002, 1583 ff.

5.3.2 Vorbeugende Abwehrmaßnahmen

§ 12 Abs 3 ÜbG enthält die Regelungen über die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen, die schon vor dem in § 12 Abs 2 ÜbG genannten Zeitpunkt, also ohne Kenntnis einer konkreten Übernahmeabsicht (richtig wäre: ohne Kenntnis von Überlegungen), beschlossen wurden. Die Regelungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Prinzipiell ist die Zulässigkeit solcher abstrakten, vorsorglichen Verteidigungsmaßnahmen nicht nach dem Übernahmerecht, sondern nach dem allgemeinen Gesellschaftsrecht zu beurteilen.²⁵⁰ Wenn eine konkrete vorbeugende Maßnahme allerdings zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Verhinderungsverbots im Angebotsfall noch nicht einmal teilweise umgesetzt ist, so ist, wenn es sich um eine außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegende Maßnahme handelt, die Zustimmung der Hauptversammlung zur Durchführung der Maßnahme nötig. Schließlich wird in § 12 Abs 3 ÜbG noch klargestellt, dass Maßnahmen, zu deren Durchführung die Verwaltungsorgane aufgrund bestehender Rechtspflichten verpflichtet sind, nicht dem Verhinderungsverbot unterliegen.

Übernahmerechtlich sind schon beschlossene, vorbeugende Maßnahmen somit dann zulässig, wenn sie zumindest bereits teilweise umgesetzt sind oder wenn sie, auch wenn noch überhaupt nicht mit ihrer Umsetzung begonnen wurde, innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegen.²⁵¹

Schwierig erscheint die Frage, wann eine Maßnahme innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegt. Der österreichische Gesetzgeber bleibt eine genaue Abgrenzung schuldig und beruft sich entschuldigend darauf, dass auch der europäische Gesetzgeber keine klaren Äußerungen dazu getätigt hat.²⁵² Jedenfalls sollte im Einzelfall immer auf die konkrete Geschäftstätigkeit der betroffenen Zielgesellschaft abgestellt werden und Generalisierungen vermieden werden. So kann es für eine Zielgesellschaft völlig alltäglich sein, Beteiligungen zu erwerben und abzustoßen, während dies für eine andere Zielgesellschaft ein völlig außergewöhnliches, sicher außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegendes

²⁵⁰ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 703.

²⁵¹ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 59.

²⁵² Erläuterungen zur RV ÜbRÄG 2006 [7 ff].

Ereignis darstellen kann. Kein außergewöhnlicher Vorgang ist idR der Erwerb eigener Aktien, wobei bei dieser Abwehrmaßnahme natürlich das Ausmaß des Erwerbs zu berücksichtigen ist.²⁵³ Auf jeden Fall außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegt eine Kapitalerhöhung von über 20 % des Grundkapitals und eine Veräußerung von Kernbestandteilen des Unternehmens.²⁵⁴

Auch außergewöhnliche Maßnahmen sind jedoch zulässig, wenn sie zum relevanten Zeitpunkt zumindest teilweise umgesetzt wurden. In diesem Fall ist es nicht erforderlich, dass die Maßnahme innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegt, denn die Zielgesellschaft hat die Maßnahme ja ohne Wissen über eine Übernahmeabsicht, also auch nicht als Reaktion auf eine solche, bereits beschlossen und mit ihrer Umsetzung begonnen. Deshalb können auch außergewöhnliche Maßnahmen wie beispielsweise eine größere Kapitalerhöhung oder eine Beteiligungsveräußerung ohne Rücksicht auf ein Übernahmeangebot zu Ende geführt werden, auch wenn dadurch der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Bereits teilweise umgesetzt ist eine Maßnahme natürlich erst dann, wenn faktisch mit ihrer Umsetzung begonnen wurde und nicht, wenn sie vom Vorstand beschlossen wurde.²⁵⁵ Denn wenn für eine teilweise Umsetzung bereits ein Vorstandsbeschluss ausreichen würde, könnte die Zielgesellschaft durch vorbeugende Beschlüsse aus prophylaktischen Abwehrmaßnahmen anlassbezogene machen und so die Zustimmungspflicht der Hauptversammlung zur Durchführung anlassbezogener Maßnahmen einfach umgehen.

Die letzte Ausnahme stellen Maßnahmen dar, die auf einer bereits bestehenden Verpflichtung basieren. Das Gesetz bietet auch hier keine Definitionen oder Anhaltspunkte. Geklärt ist zumindest, dass ein Hauptversammlungsbeschluss nicht bereits mit einer bestehenden Verpflichtung gleichzusetzen ist.²⁵⁶ Als Anwendungsfälle dieser Ausnahme kommen etwa der Erwerb eigener Aktien im Rahmen eines Aktienoptionsprogramms zur Entlohnung von Führungskräften oder schlicht eine bestehende vertragliche Verpflichtung zum Verkauf von Vermögenswerten infrage.

²⁵³ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 36.

²⁵⁴ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht 59.

²⁵⁵ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 37.

²⁵⁶ Jud/Terlitz/Zollner, Der Rückerwerb eigener Aktien als Instrument der Abwehr von Übernahmeangeboten, *ecolex* 2000, 90.

Im Ergebnis will der Gesetzgeber mit den Regelungen zu vorbeugenden Abwehrmaßnahmen verhindern, dass die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft auf Vorrat nur für den Fall eines Übernahmeversuchs gedachte Maßnahmen beschließen und so das Verhinderungsverbot umgehen. Betroffen sind jedoch nur Maßnahmen, die so gravierend sind, dass sie die Gesellschaft ohne Vorliegen eines Übernahmeversuchs nicht einmal teilweise umsetzen möchte, denn bereits umgesetzte prophylaktische Maßnahmen sind übernahmerechtlich zulässig. Ausdrücklich ausgenommen sind daneben auch einerseits Maßnahmen, die nicht außergewöhnlich sind und im normalen Geschäftsverlauf liegen und andererseits Maßnahmen, die auf einer bestehenden Verpflichtung beruhen.

In der Praxis müssen die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft selbst darüber entscheiden, ob eine konkrete Maßnahme dem übernahmerechtlichen Verhinderungsverbot unterliegt. Angesichts verwaltungsstrafrechtlicher und zivilrechtlicher Konsequenzen ist größte Vorsicht geboten. Im Zweifel sollte, wenn möglich, die Zustimmung der Hauptversammlung eingeholt und die Unbedenklichkeit durch unabhängige Experten bestätigt werden.²⁵⁷

Zu beachten ist stets, dass auch übernahmerechtlich unbedenkliche Maßnahmen unzulässig sein können, denn das ÜbG sagt nichts über deren gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit aus. So sind alle, auch vorbeugende Abwehrmaßnahmen, zusätzlich nach dem allgemeinen Gesellschaftsrecht zu beurteilen, wobei in erster Linie an § 70 AktG, der die schon mehrmals erwähnte Interessenwahrungspflicht enthält, und § 47a AktG, der das Gleichbehandlungsgebot normiert, zu denken ist.

5.3.3 Sanktionen

In § 35 Abs 1 Z 2 iVm Abs 4 ÜbG wird für den Fall des Verstoßes durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft eine Verwaltungsstrafe von 5.000 bis 50.000 Euro angedroht.

²⁵⁷ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 39.

Gravierender erscheinen jedoch die möglichen zivilrechtlichen Folgen eines Verstoßes, wie insb Schadenersatzansprüche der Anteilseigner. § 12 ÜbG ist aufgrund seines Charakters und der konkreten Formulierung der verbotenen Handlungen als Schutzgesetz zugunsten der Beteiligungspapierinhaber zu qualifizieren. Dies lässt sich auch damit begründen, dass der Schutz der Anteilseigner vor den Auswirkungen von Interessenkonflikten der Verwaltungsorgane ein grundlegendes Regelungsziel des ÜbG ist. Das Verhinderungsverbot ist eine konkrete Ausprägung dieses Zieles, indem es potentielle Interessenkonflikte der Verwaltungsorgane im Bezug auf Abwehrmaßnahmen durch die Zustimmungspflicht der Hauptversammlung zu verhindern versucht. Somit kommt bei Vorliegen der allgemeinen schadenersatzrechtlichen Voraussetzungen eine Haftung der Verwaltungsorgane infrage. Besonders die Beurteilung der Kausalität einer Abwehrmaßnahme für den eingetretenen Schaden wird in der Praxis jedoch Schwierigkeiten bereiten²⁵⁸

5.3.4 Durchbrechungen

Mit dem ÜbRÄG 2006 wurde in Umsetzung von Art 11 ÜbRL eine Durchbrechungsregelung für strukturelle Übernahmehindernisse geschaffen (§ 27a ÜbG). Dadurch soll es Gesellschaften ermöglicht werden, sich gewissermaßen „übernahmebereit“ am Kapitalmarkt zu präsentieren, wodurch ein Anstieg des Börsenkurses der Beteiligungspapiere der betroffenen Gesellschaft und generell eine Zunahme der Übernahmetätigkeit am Kapitalmarkt erreicht werden soll.²⁵⁹ Der freiwillig anzuwendende § 27a ÜbG sieht vor, dass die Unwirksamkeit von Stimmrechtsbeschränkungen (etwa Höchststimmrechte) und Übertragungsbeschränkungen (Vinkulierungen von Namensaktien) im Übernahmefall in der Satzung verankert werden kann. Vor allem die Unwirksamkeit von Stimmrechtsbeschränkungen kann konkrete Auswirkungen auf die Abwehr von Übernahmeangeboten haben, da diese bei Abstimmungen der Hauptversammlung über anlassbezogene Abwehrmaßnahmen gem § 12 ÜbG nicht mehr zur Anwendung gelangen. Die Unwirksamkeit von Stimmrechtsbeschränkungen wird durch § 27a

²⁵⁸ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 41.

²⁵⁹ Trenkwalder in Huber, Übernahmegesetz § 27a Rz 1.

ÜbG aber auch über die Durchführung des Angebots hinaus verlängert. Auch bei einer innerhalb von sechs Monaten nach der Übernahme durchgeführten Hauptversammlung bleiben diese im Falle einer zumindest 75% Annahmequote des Angebots unwirksam und somit können Satzungsänderungen und Aufsichtsratswahlen ohne den Einfluss von Stimmrechtsbeschränkungen beschlossen werden.²⁶⁰ Zu beachten ist allerdings, dass die einzelnen Bestimmungen des § 27a ÜbG nur gemeinsam anwendbar sind. Eine teilweise Anwendung, etwa nur der Regelung zu Übertragungsbeschränkungen, ist nicht zulässig.²⁶¹

ME konterkariert § 27a ÜbG den Sinn der durch ihn für unwirksam erklärten Maßnahmen. Insb Stimmrechtsbeschränkungen wie Höchststimmrechte werden häufig aufgrund ihrer Eignung als Abwehrmaßnahme eingeführt. Auch die fehlende Möglichkeit der teilweisen Anwendung der einzelnen Durchbrechungsregelung trägt nicht zur Praxistauglichkeit bei. *Diregger / Kalss / Winner* betonen, dass § 27a ÜbG in der Praxis von geringer Relevanz ist.²⁶²

Eine gänzlich andere Art von Durchbrechung des Verhinderungsverbots ist nach *Winner* durch teleologische Reduktion möglich. In, wie er es nennt, „Extremfällen“, wie Übernahmeversuchen durch kriminelle oder terroristische Organisationen und feindliche Staaten, soll entgegen den gesetzlichen Anordnungen ein Abwehrrecht der Zielgesellschaft bestehen. Hier ist ihm hinsichtlich seiner Forderung nach äußerster Vorsicht und strengen Kontrollen in solchen Fällen mE zuzustimmen.²⁶³ Denn nicht nur aufgrund des Ziels des ÜbG, faire Bedingungen am Kapitalmarkt in Übernahmesituationen zu schaffen, sondern auch aus generellen rechtspolitischen Überlegungen ist eine Aufweichung der klaren Regelungen des Verhinderungsverbots in Extremfällen kritisch zu sehen. Völlig unberührt davon bleibt freilich die Frage, ob das Verhinderungsverbot generell als zu streng und kapitalmarktfreundlich einzustufen ist.

²⁶⁰ *Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch 707.

²⁶¹ *Trenkwalder in Huber*, Übernahmegesetz § 27a Rz 8.

²⁶² *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 61.

²⁶³ *Winner, Zielgesellschaft* 88.

5.4 Ausgewählte anlassbezogene Abwehrmaßnahmen

Wie bereits eingangs erläutert haben anlassbezogene Abwehrmaßnahmen aufgrund des Verbots der eigenständigen Durchführung durch die Verwaltungsorgane und vor allem durch das Zeitproblem bei der Einberufung der für den Durchführungsbeschluss nötigen Hauptversammlung in Österreich nur wenig Bedeutung. Trotzdem soll hier eine Auswahl interessanter anlassbezogener Verteidigungsmaßnahmen präsentiert werden.

5.4.1 Veränderung des Gesellschaftsvermögens

Das Interesse des Bieters gilt meist nicht der gesamten Zielgesellschaft, sondern nur bestimmten Unternehmensbestandteilen oder Vermögensgegenständen. Z.B. kann der Bieter an bestimmten Technologien, Patenten, Marken oder auch an den hohen Zahlungsmittelreserven der Zielgesellschaft interessiert sein.

Die Zielgesellschaft kann versuchen, das Interesse des Bieters an ihr durch einen Verkauf genau dieser Vermögensgegenstände oder Unternehmensteile zu zerstreuen. Diese Strategie ist äußerst riskant und sollte nur als letzte Maßnahme vor einer drohenden Übernahme in Erwägung gezogen werden, denn oft ist die Zielgesellschaft ohne die betroffenen Unternehmensteile selbst kaum mehr lebensfähig. Der Verkauf sollte daher nach Möglichkeit an befreundete Unternehmen unter Vereinbarung einer Rückkaufoption erfolgen.²⁶⁴ Die vorbeugende Variante dieser so genannten *Crown Jewel Defense* wird in Abschnitt 5.5.1 behandelt

Wenn das Interesse des Bieters hingegen dem hohen Zahlungsmittelbestand der Zielgesellschaft gilt, kann dieser durch den spontanen Erwerb von Vermögensgegenständen oder Beteiligungen reduziert werden. Die Sinnhaftigkeit dieser Maßnahme ist allerdings fraglich, denn idR erweist es sich als schwierig, innerhalb kurzer Zeit wirtschaftlich sinnvolle Investitionsmöglichkeiten zu finden.

²⁶⁴ Picot (Hrsg), Handbuch 205.

5.4.2 Pac Man Defense

Die *Pac Man Defense*, deren Name sich von einem gleichnamigen Computerspiel ableitet, kann mE als die absurdeste aller Abwehrmaßnahmen bezeichnet werden. Dabei stellt die Zielgesellschaft bei Vorliegen eines Übernahmeangebots ihrerseits ein Übernahmeangebot zum Erwerb der Beteiligungspapiere des Bieters. Diese „Übernahme nur um eine Übernahme zu verhindern“ oder treffender „fressen oder gefressen werden“ ist eine wirtschaftlich völlig unbegründbare Maßnahme und lässt mE stark auf einen Interessenkonflikt der Verwaltungsorgane schließen. IdR wird eine *Pac Man Defense* in der Praxis jedoch schon an den Finanzierungserfordernissen scheitern, denn es wird sich zumindest in Kontinentaleuropa nur schwierig ein Kapitalgeber für eine offensichtlich wirtschaftlich nicht sinnvolle Transaktion finden lassen.

Die bei der gleichzeitigen Durchführung der Angebote eventuell entstehende wechselseitige Beteiligung ist im österreichischen AktG im Gegensatz zu Deutschland nicht ausdrücklich geregelt. Aus § 66 Abs 1 AktG, der den Erwerb eigener Aktien durch Dritte regelt, lässt sich jedoch auf die prinzipielle Zulässigkeit wechselseitiger Beteiligungen schließen. Das dauerhafte Halten der Anteile ist nur im Fall des Entstehens einer Mutter – Tochter Beziehung unzulässig.²⁶⁵

5.4.3 Greenmail

Greenmail ist eine Wortkreation aus den Wörtern *Greenback*, umgangssprachlich für US – Dollar und *Blackmail*, was so viel bedeutet wie Erpressung. Der Begriff bezeichnet eigentlich eine Angriffstaktik eines scheinbaren Bieters. Dabei erwirbt ein Kapitalmarktteilnehmer, der finanziell zu einer Übernahme in der Lage ist, über die Börse Aktien der Zielgesellschaft und droht den Verwaltungsorganen der Zielgesellschaft mit der Stellung eines Übernahmeangebots. Die Angebotsstellung, so die Bedingung des „Erpressers“, kann nur durch den Rückerwerb der eigenen Aktien zu einem stark erhöhten Preis verhindert werden.

²⁶⁵ Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar zum Aktiengesetz I (2003) § 66 Rz 28 ff.

Grundsätzlich handelt es sich hierbei um ein Problem des in § 65 AktG geregelten Erwerbs eigener Aktien, der jedenfalls eine Behandlung durch die Hauptversammlung erfordert und dadurch mE in Österreich schon als vorbeugende Abwehrmaßnahme ungeeignet ist (dazu eingehend in Abschnitt 5.5.3). Zusätzliche Schwierigkeiten ergeben sich beim *Greenmail* daraus, dass der völlig überhöhte Preis nicht durch die Ermächtigung der Hauptversammlung gedeckt sein wird.

5.4.3 White Knight

Seit dem ÜBRÄG 2006 ist gem § 12 Abs 2 ÜbG die Suche nach konkurrierenden Bietern, auch *White Knights* (dt „edle Ritter“), als anlassbezogene Maßnahme ausdrücklich zulässig. Dies entsprach allerdings auch schon nach alter Rechtslage der hM.²⁶⁶ Die Zulässigkeit dieser Maßnahme lässt sich wie folgt begründen: Die Maßnahme ist zwar dazu geeignet, vorliegende Übernahmeangebote zu verhindern, allerdings nur dadurch, dass den Anteilseignern nach erfolgreicher Suche von einem konkurrierenden Bieter ein attraktiveres Angebot gemacht wird, da der Bieterwettbewerb zu einer Versteigerungssituation führen kann, in der Kaufpreis durch die erhöhte Nachfrage nach oben getrieben wird. Ein zusätzliches Angebot eines konkurrierenden Bieters ist auch nicht geeignet, die freie und informierte Entscheidungsmöglichkeit der Anteilseigner zu gefährden. Ihre Entscheidungsmöglichkeit wird dadurch sogar noch erweitert und ihre Interessen gefördert, da nunmehr nicht nur ein Angebot zur Auswahl steht.²⁶⁷ Damit wird klar, dass die ausdrückliche Erklärung der Zulässigkeit der Suche nach *White Knights* in § 12 Abs 2 ÜbG eigentlich in keinsten Weise das Verhinderungsverbot einschränkt oder eine Ausnahme von diesem darstellt, sondern vielmehr eine Konkretisierung der Interessenwahrungspflicht des § 3 Z 3 ÜbG ist.

Das Interesse der Verwaltungsorgane an der Suche eines konkurrierenden Bieters erklärt sich meist aus der Hoffnung auf eine bessere Behandlung durch diesen als durch den feindlichen Erstbieter.²⁶⁸ Auch wenn die Verwaltungsorgane somit die Übernahme durch einen *White Knight* bevorzugen, dürfen sie diesen

²⁶⁶ Birkner/Thaler in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch 706.

²⁶⁷ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 24.

²⁶⁸ Hlawati/Birkner/Graf, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, *ecolex* 2000, 84.

jedoch nicht aktiv unterstützen, da dadurch die freie Entscheidungsmöglichkeit der Anteilseigner eingeschränkt werden könnte.²⁶⁹

Die Ansicht von *Hlawati / Birkner / Graf*²⁷⁰, die eine Suche nach konkurrierenden Bietern ab dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Angebotsabsicht durch den Bieter an die Zielgesellschaft aufgrund von Geheimhaltungspflichten für unzulässig halten, ist mE abzulehnen, denn dies würde der Interessenwahrungspflicht des § 3 Z 3 ÜbG, die in diesem Fall in ihrer Bedeutung klar über der Geheimhaltungspflicht steht, widersprechen. Überdies wirkt die Geheimhaltungspflicht der Zielgesellschaft nach § 6 Abs 2 ÜbG nicht absolut – eine Information möglicher konkurrierender Bieter unter Vereinbarung der Geheimhaltung ist durchaus zulässig.

5.5 Ausgewählte vorbeugende Abwehrmaßnahmen

Wie bereits festgestellt ist die Zulässigkeit vorbeugender Abwehrmaßnahmen nicht nach dem Übernahmerecht, sondern nach allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Kriterien zu beurteilen. Im Folgenden werden einige interessante vorbeugende Abwehrmaßnahmen präsentiert und ihre Zulässigkeit aus gesellschaftsrechtlicher Sicht beurteilt.

5.5.1 Crown Jewel Defense

Als anlassbezogene Maßnahme ist für die *Crown Jewel Defense*, also den Verkauf von wichtigen Vermögensbestandteilen der Zielgesellschaft, ein Hauptversammlungsbeschluss nötig. Sie kann aber auch als vorbeugende Maßnahme konstruiert werden. Es könnte ein aufschiebend bedingter Kaufvertrag mit der Bedingung des Auftretens eines Übernahmeangebots oder schlicht eine Kaufoption vereinbart werden. Da bei einem bestehenden Vertrag eine Verpflichtung seitens der Zielgesellschaft zur Durchführung des Verkaufs besteht, fällt die *Crown Jewel Defense* auf den ersten Blick nicht unter das Verhinderungsverbot. ME ist

²⁶⁹ Zollner in Huber, Übernahmegesetz § 12 Rz 24.

²⁷⁰ Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 84.

jedoch *Stingl* zuzustimmen, der fordert, dass § 12 Abs 3 ÜbG trotzdem anzuwenden ist, da das Verhinderungsverbot ansonsten ohne Probleme durch den Abschluss von Verträgen umgangen werden könnte.²⁷¹

Folgt man hingegen dem Wortlaut des Gesetzes und bejaht die übernahmerechtliche Zulässigkeit ohne Hauptversammlungsbeschluss, so ist die *Crown Jewel Defense* eine ohne gesellschaftsrechtliche Probleme anwendbare Abwehrmaßnahme. Es ist nur die Zustimmung des Aufsichtsrats gem § 95 Abs 5 Z 1, 2 AktG erforderlich. Anderes gilt freilich bei der Veräußerung des gesamten Gesellschaftsvermögens, denn dann ist gem § 237 Abs 1 AktG ein Hauptversammlungsbeschluss mit, je nach Regelung in der Satzung, mindestens dreiviertel Mehrheit einzuholen.²⁷²

5.5.2 Poison Pills

Der Einsatz von „Giftpillen“ ist in den USA die wohl am weitesten verbreitete präventive Abwehrmaßnahme. Man unterscheidet mehrere Varianten, wobei die gängigsten die „*flip – in*“ und die „*flip – over*“ Pillen sind. Eine „*flip – over*“ Pille gewährt den Anteilseignern der Zielgesellschaft das Recht, im Falle einer Verschmelzung mit dem Bieter Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft zu einem äußerst günstigen Preis zu erwerben. Hier interessiert jedoch die übernahmerechtlich relevantere „*flip – in*“ Pille, die den bisherigen Anteilseignern der Zielgesellschaft erlaubt, im Übernahmefall zusätzliche Anteile der Zielgesellschaft zu erwerben. Durch diese Maßnahme wird die Anzahl der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erhöht, um das Erreichen eines kontrollierenden Anteils durch den Bieter zu erschweren.²⁷³

Um den Anteilseignern junge Aktien anbieten zu können, muss idR eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden. Dabei kommt jedem Aktionär gem § 153 Abs 1 AktG ein Bezugsrecht zum Erwerb junger Aktien zu, das allerdings gem § 153 Abs 3 AktG ausgeschlossen werden kann. Für den Ausschluss ist jedoch eine sachliche

²⁷¹ *Stingl*, Zur Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im Aktien- und Übernahmerecht, GesRZ 1999, 117.

²⁷² *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolx* 2000, 90.

²⁷³ *Picot* (Hrsg), *Handbuch* 203; *Stingl*, GesRZ 1999, 117.

Begründung und außerdem eine dreiviertel Mehrheit in der Hauptversammlung nötig. Neben der Frage, ob die Übernahmeabwehr eine sachliche Rechtfertigung darstellt, ist auch der bereits erworbene Anteil des Bieters ausschlaggebend. Nach *Stingl* soll der Ausschluss des Bezugsrechts im Übernahmefall dann zulässig sein, wenn das feindliche Angebot in unternehmenszerstörerischer Absicht erfolgt. Zu beachten ist freilich auch, dass der Ausschluss des Bezugsrechts alle Anteilseigner trifft und nicht bloß den Bieter,²⁷⁴ denn ein Ausschluss des Bezugsrechts einzelner Aktionäre würde gegen das Gleichbehandlungsgebot des § 47a AktG verstoßen. Somit ist die klassische „flip – in“ Pille, die nur das Bezugsrecht des Bieters ausschließt, nach österreichischem Recht unzulässig. Auch die Nutzung von Wandelschuldverschreibungen oder genehmigtem Kapital kann das Problem nicht lösen, da die Durchführung solcher Maßnahmen nur bis zur Kenntniserlangung von der Angebotsabsicht eigenmächtig zulässig ist.²⁷⁵

5.5.3 Erwerb eigener Aktien

Ein Erwerb eigener Aktien hat mehrere Effekte. Erstens wird dadurch die Anzahl der in Streubesitz befindlichen Aktien gesenkt und damit die Erlangung einer Anteilsmehrheit durch den Bieter erschwert. Zweitens steigt durch die zusätzliche Nachfrage der Börsenkurs der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft, wodurch die Differenz zum vom Bieter errechneten Wert pro Aktie geringer wird²⁷⁶ und drittens verringert sich der Zahlungsmittelbestand der Zielgesellschaft, der oft auch von großem Interesse für den Bieter ist.²⁷⁷ Allerdings sind dem Erwerb eigener Aktien durch das Gesetz Grenzen gesetzt. Gem § 65 Abs 1 Z 8 iVm Abs 2 AktG darf eine Aktiengesellschaft börsennotierte eigene Aktien aufgrund einer höchstens 30 Monate geltenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung in der Höhe von bis zu 10% des Grundkapitals erwerben. Auch wenn durch den Erwerb in diesem Ausmaß eine feindliche Übernahme meist nicht verhindert werden kann, ist diese Abwehrmaßnahme zumindest eine Möglichkeit, den Kaufpreis zu erhöhen.

²⁷⁴ *Stingl*, GesRZ 1999, 117.

²⁷⁵ *Hlawati/Birkner/Graf*, ecolex 2000, 90.

²⁷⁶ *Stingl*, GesRZ 1999, 116.

²⁷⁷ *Jud/Terlitz/Zollner*, ecolex 2000, 93.

Problematisch erscheint jedoch die Erfüllung des Kriteriums der zumindest bereits teilweisen Umsetzung, denn durch den Hauptverhandlungsbeschluss ist der Vorstand zum Erwerb eigener Aktien bloß ermächtigt – umgesetzt ist dieser damit noch nicht. Alternativ könnte man versuchen, den Hauptverhandlungsbeschluss als bereits bestehende Verpflichtung zu qualifizieren. Dem steht allerdings wiederum der Charakter des Hauptverhandlungsbeschlusses als Ermächtigung gegenüber. Eine konkrete Verpflichtung entsteht erst mit der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms, das vom Vorstand auf der Basis der Ermächtigung beschlossen wurde.²⁷⁸ Dieser Beschluss müsste dann, um nicht dem Verhinderungsverbot zu unterliegen, aber bereits vor Erlangung der Kenntnis von der Angebotsabsicht des Bieters erfolgen. Ohne Kenntnis einer Angebotsabsicht verliert der Rückkauf jedoch seinen Charakter als Abwehrmaßnahme. Natürlich könnte man einwenden, dass die übernahmerechtliche Beurteilung nur zur Folge hat, dass die Hauptversammlung der Maßnahme im Anlassfall zustimmen muss, was sie ja bei einem Erwerb eigener Aktien in der Variante § 65 Abs 1 Z 8 AktG immer tun muss – es darf aber nicht übersehen werden, dass die Zeit in einer Übernahmesituation für die Einberufung einer Hauptversammlung wie bereits erwähnt äußerst knapp sein kann. Im Ergebnis wird daher mE nach österreichischem Recht der Erwerb eigener Aktien als Abwehrmaßnahme oftmals nicht geeignet sein.

5.5.4 Ausgabe von Belegschaftsaktien

Wenn die Zielgesellschaft davon überzeugt ist, dass ihre Mitarbeiter dem Übernahmeangebot aufgrund der Befürchtung den Arbeitsplatz zu verlieren mehrheitlich negativ gegenüberstehen, kann durch die Ausgabe von Beteiligungspapieren an die Belegschaft die Übernahme erschwert werden. Denkbar ist einerseits die Ausgabe junger Aktien mittels einer Kapitalerhöhung und andererseits der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft mit anschließendem Angebot an die Belegschaft.²⁷⁹

Bei einer Kapitalerhöhung zum Zwecke der Mitarbeiterbeteiligung stellt der Gleichbehandlungsgrundsatz kein Problem dar, denn gem § 153 Abs 5 AktG stellt

²⁷⁸ Jud/Terlitz/Zollner, *ecolex* 2000, 95.

²⁷⁹ Hlawati/Birkner/Graf, *ecolex* 2000, 86.

die Ausgabe von Aktien an Arbeitnehmer, leitende Angestellte und Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der Gesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens einen Grund für den Ausschluss des Bezugsrechts der Anteilseigner, also auch des Bieters, dar.²⁸⁰

Die zweite Möglichkeit ist der Erwerb eigener Aktien am Sekundärmarkt. Gem § 65 Abs 1 Z 4 iVm Abs 2 AktG kann die Gesellschaft aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung eigene Aktien in der Höhe von bis zu 10 % des Grundkapitals zum Zweck des Angebots an Arbeitnehmer, leitende Angestellte und Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der Gesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens erwerben.²⁸¹

ME ist die Effektivität und auch die Abschreckungswirkung dieser Abwehrmaßnahme zweifelhaft. Durch die Kapitalerhöhung wird zwar der Anteil des bereits beteiligten Bieters verwässert und damit die Schwierigkeit der Kontrollerlangung erhöht, allerdings ist der Umfang der Kapitalerhöhung durch die verfügbaren finanziellen Ressourcen des doch überschaubaren privilegierten Personenkreises beschränkt. Im Fall des Erwerbs eigener Anteile durch die Zielgesellschaft am Sekundärmarkt reduziert wiederum die 10 % Begrenzung das Abschreckungspotential. Zumindest kann dadurch aber der Preis der Übernahme erhöht werden.

5.5.5 Höchststimmrechte

Der Gesetzgeber sieht in § 12 Abs 2 AktG vor, dass Aktiengesellschaften in der Satzung das Stimmrecht von Aktionären auf einen Höchstbetrag beschränken können. Durch die Einführung eines solchen Höchststimmrechts kann zum Beispiel festgelegt werden, dass jeder Aktionär nur mit bis zu 30 % des Grundkapitals stimmberechtigt ist und die Stimmrechte seiner darüber hinaus gehenden Anteile ruhen.²⁸² Damit wird der Einfluss von Großaktionären mit hohen Anteilen am Grundkapital erheblich reduziert, was im Übernahmefall bedeutet, dass der Bieter aufgrund der fehlenden Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung Schwierigkeiten

²⁸⁰ Nagele in Jabornegg/Strasser, Kommentar zum Aktiengesetz⁴ (2005) § 153 Rz 38.

²⁸¹ Hlawati/Birkner/Graf, eolex 2000, 86; Karollus in Jabornegg/Strasser, Kommentar § 65 Rz 29.

²⁸² Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar § 114 Rz 23.

bei der Umgestaltung der Zielgesellschaft haben kann. Unzulässig, weil gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz verstoßend, ist jedoch neben der Ausgabe von Mehrstimmrechtsaktien auch die Beschränkung des Höchststimmrechts auf einzelne Aktiengattungen²⁸³ Nach der deutschen Rechtslage ist die Einführung von Höchststimmrechten bei börsennotierten Aktiengesellschaften gänzlich unzulässig.²⁸⁴

Durch ein Höchststimmrecht von 30% könnte etwa verhindert werden, dass der Bieter überhaupt eine kontrollierende Beteiligung erlangt, womit Pflichtangebote ausgeschlossen wären. Natürlich bleibt es dem Bieter aber weiterhin vorbehalten, ein freiwilliges Übernahmeangebot zu stellen. Wenn er durch dieses die für die Beseitigung des Höchststimmrechts satzungsmäßig festgelegte Beteiligung erreicht, stellt das Höchststimmrecht kein Übernahmehindernis dar. Deshalb ist zu empfehlen, für die Beseitigung des Höchststimmrechtes durch die Hauptversammlung ein hohes Konsensquorum vorzusehen. Obwohl ein Höchststimmrecht Übernahmen nicht verhindern kann, reduziert es doch die Attraktivität einer Gesellschaft als potentielles Übernahmeziel.²⁸⁵

5.5.6 Golden Parachutes und Staggered Board Terms

Golden Parachutes sind Verträge der Zielgesellschaft mit ihren Verwaltungsorganen, die im Fall der vorzeitigen Abberufung exorbitant hohe finanzielle Entschädigungen vorsehen. Damit soll dem Bieter signalisiert werden, dass ein nach der Übernahme gewünschter Austausch des Managements mit hohen finanziellen Belastungen verbunden ist.²⁸⁶ Zur Verschärfung der Abschreckungswirkung werden mit dem Management Verträge mit langer Laufzeit abgeschlossen, wodurch dem Bieter nach der Übernahme eine lange Wartezeit bis zum Austausch der Organe bevorsteht.²⁸⁷

Nach österreichischem Recht sind solche Vereinbarungen problematisch, denn die §§ 78 und 98 AktG sehen für den Vorstand bzw für den Aufsichtsrat vor,

²⁸³ *Stingl*, GesRZ 1999, 114 f.

²⁸⁴ *Bouchon/Müller-Michaels* in *Hölters* (Hrsg), Handbuch 1037; *Heider* in *Kropff/Semler* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz I³ (2008) § 12 dAktG Rz 34.

²⁸⁵ *Hlawati/Birkner/Graf*, *ecolex* 2000, 88.

²⁸⁶ *Picot* (Hrsg), Handbuch 207.

²⁸⁷ *Stingl*, GesRZ 1999, 115.

dass ihre Vergütung in einem angemessenen Verhältnis zur ausgeübten Tätigkeit und der Lage der Gesellschaft stehen muss. Abfertigungen im Fall der vorzeitigen Beendigung des Vertrages sind zwar üblich und zulässig, aber nicht in einem Ausmaß, das den Bieter wegen der großen finanziellen Belastung von einer Übernahme abhalten könnte.²⁸⁸ Abgesehen davon besteht natürlich auch die Gefahr, dass die Verwaltungsorgane durch die starken finanziellen Anreize zu einer Übernahme geradezu motiviert werden.²⁸⁹

Überdies spricht noch ein weiterer gewichtiger Grund gegen die Eignung von *Golden Parachutes* als Abwehrmaßnahme: Vorstandsmitglieder können in Österreich gem § 75 Abs 4 AktG ohnehin nur aus wichtigem Grund, das Gesetz nennt grobe Pflichtverletzungen, Unfähigkeit zur ordnungsgemäßen Geschäftsführung und Vertrauensentzug durch die Hauptversammlung, vorzeitig abberufen werden²⁹⁰, wobei für die Abberufung eine sachliche Begründung nötig ist, die wohl nicht alleine durch die Tatsache geänderter Eigentümerverhältnisse gegeben sein wird.²⁹¹

Daneben bietet sich die Möglichkeit der *Staggered Board Terms* an. Dabei werden die Verträge der Mitglieder der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft zeitlich so gestaffelt, dass ihre Funktionsperioden zu unterschiedlichen Zeitpunkten enden. Damit soll dem Bieter die Erlangung der Kontrolle über die Verwaltungsorgane erschwert werden. Er kann keinen idealen Zeitpunkt für die Übernahme finden, zu dem alle Vorstandsverträge auslaufen.²⁹² Kombiniert wird diese Staffelung mit der Normierung einer Höchstzahl an Organmitgliedern, um dem Bieter die vorzeitige Kontrollerlangung nicht durch die Bestellung zusätzlicher Organmitglieder zu ermöglichen.²⁹³

Diese Maßnahme ist gesellschaftsrechtlich zulässig und einfach umzusetzen. Das Gesetz sieht lediglich in den §§ 75 Abs 1 und 87 Abs 7 AktG Beschränkungen der Höchstdauer der Funktionsperioden von Vorstand und Aufsichtsrat vor. Im Gegensatz zum Vorstand kann der Aufsichtsrat jedoch, unbeschadet abweichender Satzungsbestimmungen, durch die Hauptversammlung jederzeit mit einer dreiviertel

²⁸⁸ Stingl, GesRZ 1999, 115.

²⁸⁹ Bouchon/Müller-Michaels in Hölter (Hrsg), Handbuch 1039.

²⁹⁰ Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 90.

²⁹¹ Vgl Strasser in Jabornegg/Strasser, Kommentar zu § 75 Rz 24.

²⁹² Bouchon/Müller-Michaels in Hölter (Hrsg), Handbuch 1039.

²⁹³ Hlawati/Birkner/Graf, ecolex 2000, 88.

Mehrheit abberufen werden (§ 87 Abs 8 AktG).²⁹⁴ ME ist diese Abwehrmaßnahme, auch wenn sie die Übernahme selbst in keiner Weise behindern und auch die Kontrollerlangung durch den Bieter letztlich nicht verhindern kann, sinnvoll, da dadurch für den Bieter offensichtlich ist, dass sich die Kontrollerlangung im Vorstand erheblich verzögern wird. Überdies wird sich die erfolgreiche Leitung einer Gesellschaft mit „gespaltenem“ Vorstand üblicherweise als schwierig erweisen.²⁹⁵

5.5.7 Vinkulierte Namensaktien

Die Aktiengesellschaft kann gem § 62 Abs 1 AktG in ihrer Satzung regeln, dass zur Übertragung von Namensaktien die Zustimmung der Gesellschaft benötigt wird. Wenn nichts anderes bestimmt ist, so ist für die Zustimmung der Vorstand verantwortlich. Somit könnte dieser durch die Verweigerung der Zustimmung die Übertragung von Aktien an den Bieter verhindern. Der Vorstand darf die Zustimmung allerdings nur aus wichtigem Grund verweigern. Das Vorliegen eines Übernahmeangebots allein stellt keinen wichtigen Grund dar.²⁹⁶ Eine Verweigerung unterliegt der nachträglichen Kontrolle durch das Firmenbuchgericht.²⁹⁷ Überdies kann die Vinkulierung durch Stimmbindungsverträge oder andere schuldrechtliche Vereinbarungen umgangen werden, wodurch sie als Abwehrmaßnahme im Ergebnis ungeeignet ist.²⁹⁸

5.5.8 Entsendungsrechte in den Aufsichtsrat

Ein probates Mittel, um die Kontrollerlangung im Aufsichtsrat zu erschweren, ist die Einräumung von Entsendungsrechten in den Aufsichtsrat an bestimmte Aktionäre. Gem § 88 AktG darf maximal ein Drittel des Aufsichtsrats auf diesem Weg bestellt werden und Entsendungsrechte müssen in der Satzung festgelegt werden. Eine zusätzliche Verstärkung dieser Maßnahme kann dadurch erreicht werden, dass Entsendungsrechte nur an Inhaber vinkulierter Namensaktien, die nur mit der

²⁹⁴ *Stingl*, GesRZ 1999, 115.

²⁹⁵ *Bouchon/Müller-Michaels* in *Hölters* (Hrsg), Handbuch 1039.

²⁹⁶ *Hlawati/Birkner/Graf*, ecolex 2000, 89.

²⁹⁷ *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser*, Kommentar § 62 Rz 17 ff.

²⁹⁸ *Hlawati/Birkner/Graf*, ecolex 2000, 89.

Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden können, gewährt werden dürfen.²⁹⁹
Die betroffenen Aufsichtsratsmitglieder können von den Entsendungsberechtigten jederzeit abberufen werden.³⁰⁰

Durch diese Abwehrmaßnahme wird zwar die Kontrollerlangung im Aufsichtsrat und damit auch im Vorstand durch die fehlende Abberufungsmöglichkeit der Hauptversammlung erschwert, jedoch kann den privilegierten Aktionären die Entsendungsermächtigung durch eine Satzungsänderung wieder entzogen werden. Trotzdem bringt diese Maßnahme durch die erschwerte Kontrollerlangung, besonders in Kombination mit *Staggered Board Terms*, ein gewisses Abschreckungspotential mit sich.

²⁹⁹ *Stingl*, GesRZ 1999, 116.

³⁰⁰ *Hlawati/Birkner/Graf*, ecolex 2000, 88.

6. Schlussbemerkungen

Aufgrund der kleinen Größe des österreichischen Kapitalmarkts ist die Anzahl der Übernahmeangebote sehr beschränkt. Regelmäßig gibt es pro Jahr weniger als zehn öffentliche Angebote.³⁰¹ Übernahmeangebote scheinen in Österreich also keine große Rolle zu spielen.

Im völligen Kontrast dazu steht mit dem ÜbG ein umfassendes Regelwerk zur Verfügung, dass als Teil des nicht einheitlich kodifizierten Kapitalmarktrechts an den Berührungspunkten mit anderen Gesetzen Fragen aufwirft, die teilweise wiederum aufgrund der kleinen Anzahl an Fällen noch nicht durch die Judikatur geklärt wurden. Zu denken ist dabei etwa an die Definition von „erhebliche Kursbewegungen“ im Zusammenhang mit den Bekanntmachungspflichten von Bieter und Zielgesellschaft.

Mit den Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten versucht der Gesetzgeber, Informationsasymmetrien und daraus resultierende Marktverzerrungen durch Insiderhandel zu vermeiden. Auch wenn dieses Ziel niemals vollständig erreicht werden kann, so ist doch jeder Vorstoß in diese Richtung zu begrüßen, denn die Attraktivität des Kapitalmarktes hängt nicht zuletzt auch von einer effektiven Bekämpfung des Insiderhandels ab.

Ein weiteres Anliegen des Übernahmerechts ist der Schutz der Anteilseigner vor Interessenkonflikten der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft. Maßgeblich dazu beitragen sollte vor allem die Beiziehungspflicht eines Sachverständigen für die Zielgesellschaft. Die Prüfungen durch die Sachverständigen erfolgen in der Praxis aber häufig oberflächlich und die Prüfungsberichte enthalten nicht selten Leerformeln. Aufgrund dieser Mangelhaftigkeiten konnte die erwünschte Entlastung der ÜbK durch die Sachverständigen nicht erreicht werden.³⁰²

Sehr klare Regeln enthält das ÜbG für Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten. Die Befürchtung, dass sich Interessenkonflikte des Managements negativ auf die Anteilseigner auswirken könnten, ist beim Gesetzgeber anscheinend so stark ausgeprägt, dass anlassbezogene Abwehrmaßnahmen durch die Zustimmungspflicht der

³⁰¹ Winner, Ein gutes Jahrzehnt Übernahmerecht in Österreich – eine Würdigung, GesRZ 2010, 7.

³⁰² Winner, GesRZ 2010, 11.

Hauptversammlung und dem damit verbundenen Zeitproblem praktisch unmöglich gemacht werden. Darüber hinaus müssen übernahmerechtlich unbedenkliche Abwehrmaßnahmen noch den Regeln des Gesellschaftsrechts genügen. Im Ergebnis sind Abwehrmaßnahmen nach geltendem österreichischem Recht nur sehr eingeschränkt zulässig. Dadurch werden zwar die Anteilseigner der Zielgesellschaft vor den negativen Auswirkungen von Interessenkonflikten der Verwaltungsorgane geschützt, es wird aber auch der positive Effekt von Abwehrmaßnahmen auf den Kaufpreis größtenteils zunichte gemacht. Das überaus strenge Verhinderungsverbot hinterlässt den Eindruck, dass der Gesetzgeber aufgrund der kleinen Größe des österreichischen Kapitalmarkts und der damit geringen Praxisrelevanz nicht jede Konsequenz der Regelung bedacht hat.

Wegen der fehlenden Möglichkeit der Kaufpreiserhöhung und auch aufgrund des generellen Wunsches nach mehr wirtschaftlicher Liberalität ist mE die Notwendigkeit des strengen Verhinderungsverbots im Bezug auf anlassbezogene Abwehrmaßnahmen kritisch zu hinterfragen. Es ist durchaus zu überlegen, ob nicht, wie *Stingl* dies fordert, die strengen Vorschriften des Gesellschaftsrechts in Verbindung mit einer nachträglichen gerichtlichen Kontrolle ausreichenden Schutz vor der so gefürchteten Willkür der schlussendlich von den Anteilseignern selbst ausgewählten Verwaltungsorgane bieten würden.³⁰³ Dies würde aber eine Schwächung des in Österreich großgeschriebenen Schutzes von Minderheitsgesellschaftern zur Folge haben. Als Kompromiss könnte man zumindest, auch wenn das Verhinderungsverbot am kleinen österreichischen Markt in der Praxis kaum eine Rolle spielt, Vorratsbeschlüsse der Hauptversammlung für Abwehrmaßnahmen, wie in Deutschland, für zulässig erklären.

Auch wenn in Österreich mit dem ÜbG ein international anerkanntes und stabiles Regelwerk vorhanden ist, was sich auch im Krisenjahr 2009 bestätigt hat³⁰⁴, ist der Ausblick in die Zukunft hoffnungsvoll, denn die ÜbRL wird 2011 einer Revision unterzogen. Die europäische Kommission könnte dadurch die bis jetzt noch nicht sehr geglückte Harmonisierung entscheidend vorantreiben und durch die Streichung von Wahlrechten das österreichische Übernahmerecht, speziell im Bereich des Verhinderungsverbots, liberalisieren. Besonders erstrebenswert wäre eine

³⁰³ *Stingl*, GesRZ 1999, 120.

³⁰⁴ *Winner/Schulz*, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht – M&A und die Krise, ÖBA 2010, 82 ff.

einheitliche europäische Übernahmebehörde,³⁰⁵ denn eine Vereinheitlichung der Aufsicht und der Rechtsprechung würde eine weitere Stärkung der europäischen Kapitalmärkte und für Österreich die Klärung offener Rechtsfragen bedeuten.

³⁰⁵ *Winner*, GesRZ 2010, 12.

7. Literaturverzeichnis

Akerlof, George A., The Market for „Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 1970, 488.

Alchian, Armen Albert / Demsetz, Harold, Production, Information costs and Economic Organization, *American Economic Review* 1972, 777.

Bauer, Hartmut, Kommentierung zu § 3 WpÜG, in *Kropff, Bruno / Semler, Johannes*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz IX/1², München 2004.

Birkner, Albert / Thaler, Christian, Verhaltensmaßstäbe für die Zielgesellschaft im Hostile Takeover, in *Polster-Grüll, Barbara / Zöchling, Hans / Kranebitter, Gottwald* (Hrsg), *Handbuch Mergers & Acquisitions – Rechtliche und steuerliche Optimierung, ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung*, Wien 2007, 683.

Beisel, Daniel in *Beisel, Daniel / Klumpp, Hans-Hermann*, Der Unternehmenskauf, Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge einschließlich gesellschafts-, arbeits- und kartellrechtlicher Fragen bei der Übertragung eines Unternehmens, München 2009.

Bouchon, Martin / Müller-Michaels, Olaf, Teil X, Erwerb börsennotierter Unternehmen, in *Hölters, Wolfgang*, *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*⁶, Köln 2005.

Bydlisnki, Sonja / Potyka, Matthias, Übernahmegesetz: Gesellschafter – Ausschlussgesetz, Umwandlungsgesetz, Spaltungsgesetz; Textausgabe mit Materialien in der Fassung des Übernahmerechts - Änderungsgesetzes 2006, Wien 2006.

Coase, Ronald, The Nature of the Firm, *Economica* 1937, 386.

Davies, David, Acquisitions – Some Observations, in *Polster-Grüll, Barbara / Zöchling, Hans / Kranebitter, Gottwald* (Hrsg), *Handbuch Mergers &*

- Acquisitions – Rechtliche und steuerliche Optimierung, ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung, Wien 2007, 13.
- Diregger, Christoph / Kalss, Susanne / Winner, Martin*, Das österreichische Übernahmerecht – ein Gesamtüberblick², Wien 2007.
- Diregger, Christoph / Winner, Martin*, Deutsches und österreichisches Übernahmerecht aus Anlegersicht, WM 2002, 1583.
- Dubsky, Philip*, Ausgewählte rechtliche Aspekte bei Private – Equity – Transaktionen, in *Polster-Grüll, Barbara / Zöchling, Hans / Kranebitter, Gottwald* (Hrsg), Handbuch Mergers & Acquisitions – Rechtliche und steuerliche Optimierung, ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung, Wien 2007, 661.
- Fellner, Markus*, Asset Deal versus Share Deal, in *Polster-Grüll, Barbara / Zöchling, Hans / Kranebitter, Gottwald* (Hrsg), Handbuch Mergers & Acquisitions – Rechtliche und steuerliche Optimierung, ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung, Wien 2007, 437.
- Feyl, Peter / Rath, Ursula*, Wandelschuldverschreibungen im Übernahmerecht, GesRZ 2009, 221.
- Fischer, Edwin O.*, Finanzwirtschaft für Anfänger⁴, München 2005.
- Fuchs, Konrad*, Einleitende Worte zum Symposium „10 Jahre Übernahmengesetz“, GesRZ 2010, 5.
- Gall, Mario*, Kommentierung zu § 21 ÜbG, in *Huber, Peter* (Hrsg), Übernahmengesetz Kommentar, Wien 2007.
- Gall, Mario / Potyka, Matthias / Winner, Martin*, Squeeze – out, Der Gesellschafterausschluss bei AG und GmbH, Wien 2006.
- Harford, Jarrad*, What drives merger waves?, Journal of Financial Economics 2005, 529.
- Heider, Karsten*, Kommentierung zu § 12 dAktG in *Kropff, Bruno / Semler, Johannes*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz I³, München 2008.

- Herbst, Christian*, Die Strukturierung von Übernahmen nach neuem Übernahmerecht, in *Polster-Grüll, Barbara / Zöchling, Hans / Kranebitter, Gottwald* (Hrsg), Handbuch Mergers & Acquisitions – Rechtliche und steuerliche Optimierung, ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung, Wien 2007, 503.
- Hlawati, Edith / Birkner, Albert / Graf, Wolfgang*, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, *ecolex* 2000, 84.
- Hödl, Sascha*, „Squeeze-out“ neu, in *Polster-Grüll, Barbara / Zöchling, Hans / Kranebitter, Gottwald* (Hrsg), Handbuch Mergers & Acquisitions – Rechtliche und steuerliche Optimierung, ausgewählte Fragen der Bewertung und Finanzierung, Wien 2007, 527.
- Hölters, Wolfgang*, Teil I, Mergers & Acquisitions, in *Hölters, Wolfgang*, Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs⁶, Köln 2005.
- Holzapfel, Hans-Joachim / Pöllath, Reinhard*, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, rechtliche und steuerliche Aspekte¹³, Köln 2008.
- Huber, Peter*, Kommentierung zu § 26 ÜbG, in *Huber, Peter* (Hrsg), Übernahmegesetz Kommentar, Wien 2007.
- Huber, Peter / Alscher, Katharina*, Kommentierung zu §§ 1, 3, 10, 13 ÜbG, in *Huber, Peter* (Hrsg), Übernahmegesetz Kommentar, Wien 2007.
- Huber, Peter / Alscher, Katharina*, Das Übernahmerechts-Änderungsgesetz – ein Überblick, *ecolex* 2006, 574.
- Huber, Peter / Trenkwalder, Johannes*, Kommentierung zu § 9, 14 ÜbG, in *Huber, Peter* (Hrsg), Übernahmegesetz Kommentar, Wien 2007.
- Jabornegg, Peter / Geist, Reinhard*, Kommentierung zu § 62 AktG, in *Jabornegg, Peter / Strasser, Rudolf*, Kommentar zum Aktiengesetz⁴, Linz 2005.
- Jensen, Michael C.*, The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, *The Midland Corporate Finance Journal* 1986, 3.
- Jud, Waldemar / Terlitza, Bernd / Zollner, Johannes*, Der Rückerwerb eigener Aktien als Instrument der Abwehr von Übernahmeangeboten, *ecolex* 2000, 91.

- Jöllinger, Christian*, Zur übernahmerechtlichen Bedeutung der Willensbildung in Umgründungsfällen am Beispiel der Verschmelzung, wbl 2008, 364.
- Kalss, Susanne*, Kommentierung zu § 66 AktG, in *Doralt, Peter / Nowotny, Christian / Kalss, Susanne*, Kommentar zum Aktiengesetz I, Klagensfurt / Wien 2003.
- Kalss, Susanne / Oppitz, Martin / Zollner, Johannes*, Kapitalmarktrecht I, Wien 2005.
- Kalss, Susanne / Zahradnik, Andreas*, BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A Transaktionen, ecolex 2006, 393.
- Karollus, Martin*, Kommentierung zu § 65 AktG, in *Jabornegg, Peter / Strasser, Rudolf*, Kommentar zum Aktiengesetz⁴, Linz 2005.
- Kleinert, Jörn / Klodt, Henning*, Causes and Consequences of Merger Waves, Kiel Institute of World Economics Working Paper No. 1092, 19.
- Knauder, Christian* Informationsrechte und –pflichten einzelner Gesellschafter im M & A – Verfahren, in: *Althuber, Franz / Schopper, Alexander* (Hrsg), Handbuch Unternehmenskauf & Due Diligence I, 2010, 513.
- Knauder, Christian*, Prüfungsfragen & Prüfungsantworten zum Gesellschaftsrecht², Wien 2010.
- Lutter, Marcus*, Die Business Judgement Rule in Deutschland und Österreich, GesRZ 2007, 79.
- Manne, Henry*, Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy 1965, 110.
- Meusburger, Gabriele / Winner, Martin*, Beteiligungspublizität und übernahmerechtliche Offenlegungspflichten, in *Brandl, Ernst / Kalss, Susanne / Lucius, Otto / Oppitz, Martin / Saria, Gerhard* (Hrsg), Handbuch Kapitalmarktrecht III, Wien 2006.
- Morck, Randall / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.*, Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, Journal of Finance 1990, 31.
- Nagele, Norbert*, Kommentierung zu § 153 AktG, in *Jabornegg, Peter / Strasser, Rudolf*, Kommentar zum Aktiengesetz⁴, Linz 2005.

- Oppitz, Martin / Schwarz-Vartok, Claudia*, Die Ad-hoc-Publizität aus der Sicht des Unternehmens, RWZ 2004, 258.
- Picot, Gerhard* (Hrsg.), Handbuch Mergers & Acquisitions, Planung, Durchführung, Integration⁴, Stuttgart 2005.
- Ruhm, Thomas / Knauder, Christian / Sima, Katja*, Konzernrecht, Wien 2008.
- Rödder, Thomas / Hötzel, Christian / Mueller-Thuns, Thomas*, Unternehmenskauf Unternehmensverkauf, Zivil- und steuerrechtliche Gestaltungspraxis, München 2003.
- Schmidt, Sabine*, Kommentierung zu § 114 AktG, in *Doralt, Peter / Nowotny, Christian / Kalss, Susanne*, Kommentar zum Aktiengesetz I, Klagenfurt / Wien 2003.
- Schwennicke, Andreas*, Kommentierung zu §§ 3, 33a WpÜG, in *Geibel, Stephan / Süßmann, Rainer* (Hrsg), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) Kommentar², München 2008.
- Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.*, Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, Strategic Management Journal 1991, 51.
- Spence, Michael*, Job Market Signaling, Quarterly Journal of Economics 1973, 355.
- Stiglitz, Joseph E. / Rothschild, Michael*, Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, Quarterly Journal of Economics 1976, 629.
- Stingl, Harald*, Zur Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im Aktien- und Übernahmerecht, GesRZ 1999, 113.
- Strasser, Rudolf*, Kommentierung zu § 75 AktG, in *Jabornegg, Peter / Strasser, Rudolf*, Kommentar zum Aktiengesetz⁴, Linz 2005.
- Trenkwalder, Johannes*, Kommentierung zu § 27a ÜbG, in *Huber, Peter* (Hrsg), Übernahmegesetz Kommentar, Wien 2007.
- Wackerbarth, Ulrich*, Kommentierung zu §§ 3, 10 WpÜG, in *Kropff, Bruno / Semler, Johannes*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz IX/1², München 2004.

Winkler, Oskar / Vaclavek, Miriam, Ad-hoc-Publizität / Beteiligungspublizität / Insiderproblematik bei Beteiligungsveräußerungen, RdW 2004, 258.

Winner, Martin, Ein gutes Jahrzehnt Übernahmerecht in Österreich – eine Würdigung, GesRZ 2010, 7.

Winner, Martin, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz, Wien 2002.

Winner, Martin / Schulz, Sascha, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht – M&A und die Krise, ÖBA 2010, 82.

Zehetmeier-Müller, Ruth / Zirngibl, Nikolas, Einleitung, in Geibel, Stephan / Süßmann, Rainer (Hrsg), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) Kommentar², München 2008.

Zollner, Johannes, Kommentierung zu §§ 4, 5, 6, 16 ÜbG, in Huber, Peter (Hrsg), Übernahmegesetz Kommentar, Wien 2007.

8. Zusammenfassung

Zur Übertragung von Unternehmen bestehen verschiedene Möglichkeiten. Eine Übernahme durch ein Übernahmeangebot im Sinne des Übernahmegesetzes ist eine dieser Möglichkeiten. Übernahmeangebote sind öffentliche Angebote eines Bieters zum Erwerb börsennotierter Beteiligungspapiere von Aktiengesellschaftern an die Inhaber dieser Beteiligungspapiere. Das österreichische Übernahmegesetz, das auf der europäischen Übernahmerrichtlinie basiert, ist ein international anerkanntes und stabiles Regelwerk. Es will durch konkrete Anordnungen an die Akteure des Übernahmeverfahrens das Vertrauen in den österreichischen Kapitalmarkt stärken, internationale Investoren anlocken und so österreichischen Unternehmen den Zugang zu Eigenkapital erleichtern. Für die Zielgesellschaft bestehen wie auch für den Bieter verschiedene Verhaltensmaßstäbe und Pflichten: Die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft haben in Übernahme-situationen im Interesse der Anteilseigner, unter Berücksichtigung der Interessen anderer Stakeholder, wie Gläubiger und Arbeitnehmer, zu handeln. Alle Beteiligungspapierinhaber sind, wenn nicht sachliche Differenzierungsmerkmale vorliegen, grundsätzlich gleich zu behandeln; dies gilt besonders für Großaktionäre und Kleinanleger. Die Geheimhaltungspflicht soll das Auftreten von Informationsasymmetrien und damit potentielle Marktverzerrungen verhindern, während die Bekanntmachungspflicht trotzdem entstandene Informationsasymmetrien durch gleichmäßige Veröffentlichungen beseitigen soll. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben eine von einem Sachverständigen zu prüfende, begründete Stellungnahme mit abschließender Empfehlung an ihre Anteilseigner als Reaktion auf die Veröffentlichung der Angebotsunterlage des Bieters abzugeben, die das Gegengewicht zu dieser darstellt. Im Falle des Vorliegens konkurrierender Angebote haben sich die Verwaltungsorgane neutral zu verhalten, um die freie und informierte Entscheidungsmöglichkeit der Angebotsadressaten nicht einzuschränken. Vorbeugende Abwehrmaßnahmen wie etwa Höchststimmrechte sind rein nach gesellschaftsrechtlichen Kriterien auf ihre Zulässigkeit zu prüfen, während anlassbezogene Abwehrmaßnahmen wie z.B. der spontane Verkauf von Vermögenswerten immer im konkreten Einzelfall durch die Hauptversammlung genehmigt werden müssen.

9. Abstract

The transfer of the ownership of a firm can be conducted in a number of ways. One of these ways is a takeover offer according to the Austrian takeover law, the *Übernahmegesetz*. A takeover offer is defined as a public tender offer by a bidder to the shareholders of a target firm (a listed public company) to acquire the shares of the firm. The Austrian *Übernahmegesetz*, which is based on the European Union's Takeover Directive, is an internationally widely recognized and sound set of rules and regulations for the takeover process. Its aim is to strengthen the confidence of national and especially international institutional and private investors in the Austrian capital market by setting up precise instructions for the players of the takeover game. The ultimate goal of the *Übernahmegesetz* is to facilitate the access to international equity for Austrian firms. There are strict rules to obey for the bidder as well as for the target: In a takeover situation the target firm's management is obliged to act in the interest of its shareholders under consideration of the interests of other stakeholders like employees and creditors. All shareholders are to be treated equally except when valid distinguishing features exist. This rule wants to guarantee the equal treatment of major shareholders and small investors. The *Geheimhaltungspflicht* (obligation of secrecy) obliges all players to keep sensitive information secret in order to prevent such information from leaking through and causing market frictions resulting from asymmetric information. On the other hand the *Bekanntmachungspflicht* (disclosure obligation) obliges all players to publish sensitive information once a leakage has occurred to eliminate the problem of asymmetric information. The Management of the target firm has to publish a statement and a recommendation to its shareholders upon the bidder's filing of the takeover offer. This statement and all other statements by the target and the bidder have to be audited by an authorized expert in order to promote the objectiveness of such statements. In case of competing offers the management of the target has to remain strictly neutral to guarantee the freedom of the shareholders with regard to their tender decision. Preventive takeover measures such as Poison Pills are admissible as long as they are compliant with company law. Event – driven defense measures such as the Crown Jewel Defense always have to be approved by the general meeting of stockholders in addition to their compliance with company law.

10. Curriculum Vitae

Sebastian Hütter

Geboren am 17. Oktober 1985 in Linz

Studium

08/2008 – 12/2008	Auslandssemester an der Concordia University, Montréal, Kanada
10/2006 –	Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Wien
10/2005 –	Studium der internationalen Betriebswirtschaft an der Universität Wien mit Schwerpunkten Corporate Finance und Externe Unternehmensrechnung

Schulbildung

09/2004 – 05/2005	Präsenzdienst beim österreichischen Bundesheer
09/1996 – 06/2004	Europagymnasium Auhof, Linz, Matura mit gutem Erfolg
12/2001 – 05/2002	Auslandssemester an der Central Valley High School, Redding, California, USA
09/1992 – 06/1996	Volksschule II, Gallneukirchen

Berufserfahrung/Praktika

10/2009 –	Betriebswirtschaftliches Zentrum der Universität Wien: Studienassistent bei Prof. DDr. Weilingner am Institut für Recht der Wirtschaft: <i>Wissenschaftliche und administrative Tätigkeiten</i>
07/2009	Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, Wien:

Abteilung internationale Projektfinanzierung:
*Unterstützung bei der Betreuung internationaler
Großprojekte*

07/2008	Siemens VAI Metals Technologies GmbH & Co, Linz: Bereich Accounting: <i>Erstkonsolidierung, Purchase Price Allocation, Reporting</i>
07/2007	Voestalpine Stahl GmbH, Linz: Bereich Rechnungswesen: <i>Quartalsberichtskonsolidierung mit SAP</i>
07/2006	AMI Argolinz Melamine GmbH, Linz: Bereich Treasury: <i>Sicherungsgeschäfte, Cash Pooling</i>
08/2005	Kepler Fonds KAG, Linz: <i>Researchtätigkeit im Bereich Emerging Markets Aktien</i>
07/2005	Engel Austria KG, Schwertberg: Bereich Controlling: <i>Überprüfung von Töchterbilanzen in SAP</i>
06/2005	Express Interfracht GmbH, Wels: <i>Mitarbeit im Bereich Tiefkühllogistik</i>
07/2004	Transbritannia Transport GmbH, Pasching: <i>Administrative Tätigkeiten</i>
07/2003	Transbritannia Transport GmbH, Pasching: <i>Administrative Tätigkeiten</i>
07/2002	Voestalpine Intertrading AG, Linz: Bereich Stahlhandel

Sprachkenntnisse

Englisch:	fließend in Wort und Schrift, TOEFL Score 117 von 120
Französisch:	Konversationsniveau (4 Jahre Gymnasium, 4 Universitätskurse)