

M&A Alumni Deutschland e.V.

M&A-Rundbrief 11/2005

Liebe M&A-ler,

leider hat sich das Erscheinen dieses M&A-Rundbriefs erheblich durch den Umzug des 1. Vorsitzenden nach New York verzögert. Wir bitten, dies zu entschuldigen.

Diese Ausgabe enthält einen kurzen Bericht über das Jahrestreffen 2005 vom 1.-3. Juli 2005 bei der KPMG im Hamburg. Des Weiteren findet Ihr in dieser Ausgabe einen Rückblick auf das „3. Münsteraner M&A-Gespräch“ bei Linklaters Oppenhoff & Rädler in Köln.

Der M&A-Beitrag ist in dieser Ausgabe ein Artikel über Bietergleichbehandlung bei öffentlichen Übernahmeangeboten; der Aufsatz wurde Anfang November in der Zeitschrift „Die Aktiengesellschaft“ (AG 11/2005, S. 802-811) veröffentlicht.

Alles Gute,

Euer Vorstand

Christian Langbein
2. Vorsitzender

Christian Storck
2. Vorsitzender und Schatzmeister

Dr. Kai Haakon Liefekett
1. Vorsitzender

Weiterhin möchten wir alle bitten, sich an diesem Rundbrief mit Beiträgen zu M&A, Mitteilungen und Tips zu Vortragsveranstaltungen, Stellenangeboten/-gesuchen etc. zu beteiligen. Ein Beitrag kann auch jede Art von Vermerk sein, der bei der täglichen Arbeit anfällt. Auf die Länge des Beitrags kommt es dabei nicht an; kurze Beiträge sind nicht selten besser zu lesen als ein langer Aufsatz. Alles ist willkommen!

Als Fördernde Mitglieder unterstützen den M&A Alumni Deutschland e.V.:

ALLEN & OVERY

candover

DLA PIPER RUDNICK
GRAYCARY

HÖLTERS & ELSING
RECHTSANWÄLTE

KPMG

Linklaters Oppenhoff & Rädler

P+P

SCHINDHELM®
RECHTSANWALTSGESELLSCHAFT MBH

SHEARMAN & STERLING LLP

TCHIBO HOLDING

TROUP FISCHER DR. BERG & KOLLEGEN
Wirtschaftsprüfer · Steuerberater · Rechtsanwälte

Neue Fördernde Mitglieder des M&A Alumni Deutschland e.V.

Wir freuen uns außerordentlich, die folgenden beiden Kanzleien als Fördernde Mitglieder des M&A Alumni Deutschland e.V. begrüßen zu können (in alphabetischer Reihenfolge):

SCHINDHELM[®]
RECHTSANWALTSGESELLSCHAFT MBH

www.schindhelm-rag.com

TROUP FISCHER DR. BERG & KOLLEGEN
Wirtschaftsprüfer · Steuerberater · Rechtsanwälte

www.tfp-kassel.de

An dieser Stelle möchte sich der Vorstand bei diesen Kanzleien nochmals vielmals für diese Unterstützung bedanken!



Beide Fördermitgliedschaften wurden von Alumni-Mitgliedern vermittelt: Roland Weymann (links), dem wir nicht zuletzt auch die M&A-Anstecknadeln verdanken, setzte sich für unseren Verein bei seiner Kasseler Kanzlei *Troup Fischer Berg* ein, die mittelständische Unternehmen, aus den Bereichen Industrie, Handel und Dienstleistungen, sowie vermögende Privatpersonen bundesweit berät.



Dr. Christoph Bottermann (rechts) vermittelte die Mitgliedschaft seiner Kanzlei *Schindhelm Rechtsanwälte*, die durch ihre sechs Standorte ausgesprochen aktiv im nord- und westdeutschen M&A-Markt tätig ist.

Dabei darf auch nicht unerwähnt bleiben, dass sowohl *Schindhelm Rechtsanwälte* als auch *Troup Fischer Berg* freiwillig einen Mitgliedsbeitrag entrichten, der ganz erheblich über dem Nominalbeitrag liegt. Auch dafür nochmals vielen Dank!

Euer Vorstand

Rückblick: Zweites Jahrestreffen des M&A Alumni e.V. in Hamburg



Mitten im Hochsommer war es wieder einmal soweit: Vom 1.-3. Juli fand das 2. Jahrestreffen des M&A Alumni Deutschland e. V. statt. Veranstaltungsort waren die großzügigen Räumlichkeiten der KPMG in Hamburg. Rund 40 Teilnehmer folgten der ausgesprochen großzügigen Einladung unseres Dozenten Herrn Dr. Martin Zieger.

Das fachliche Programm beinhaltete Vorträge über "Regeln und Konventionen bei M & A-Bieterverfahren" von Dr. Klaus Marinus Hoenig, LL.M. (*Linklaters Oppenhoff & Rädler*), "Bilanzierung und steuerrechtliche Behandlung von Mezzanine Finanzierungsinstrumenten" von Dr. Martin Bouchon, LL.M. (*Hölters & Elsing*), "M&A bei Grundstücksgesellschaften: Viterra, GAGFAH und andere" von Dr. Martin Bünning (*Allen & Overy*), „Aus dem Nähkästchen eines Wirtschaftsprüfers" von Dr. Martin Zieger (*KPMG*) sowie "Aktienplatzierungen und Block Trades aus der Sicht einer Investmentbank" von Dr. Kai Haakon Liekefett, EMBA (*Columbia University, New York*).



Außerdem standen der Besuch eines Beach Clubs im Hamburger Hafen, eine Hafentrundfahrt mit der „Hamburger Senatsbarkasse“ sowie ein festliches

Abendessen auf dem Sillberg mit Blick auf die Elbe sowie Feuerwerk (!) auf dem Programm. Die Gastfreundschaft der KPMG und besonders von Herrn Dr. Zieger war während der gesamten Veranstaltung beispiellos!

Das Jahrestreffen endete mit der Mitgliederversammlung des Alumni-Vereins, auf der zahlreiche Themen besprochen wurden. Unter anderem wurden RA Jan Herbst (Norddeutschland) und RA Steffen Heyn (Westdeutschland) in den Regionalvorstand berufen; die übrigen Vorstände wurden wiedergewählt. Ein ausführliches Protokoll der Mitgliederversammlung steht auf der Internetseite zum Download zur Verfügung.

Das 3. Jahrestreffen des Alumni-Vereins wird auf Einladung von Herrn Dr. Klaus Marinus Hoenig, LL.M. voraussichtlich im Herbst 2006 oder Frühjahr 2007 bei Linklaters Oppenhoff & Rädler in Frankfurt stattfinden. Ein Vortrag steht bereits fest: Herr Dr. Sinewe von *Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP* hat einen Vortrag zugesagt. Genauere Informationen hierzu folgen in einem der kommenden M&A-Rundbriefe.

Euer Vorstand

RÜCKBLICK: Das 3. "Münsteraner M&A-Gespräch" vom 2. November 2005

Am 2. November 2005 fand in den Kölner Räumlichkeiten der Kanzlei *Linklaters Oppenhoff & Rädler* das 3. Münsteraner M&A-Gespräch statt. Nach einer Begrüßung durch die Gastgeber Dr. Klaus Marinus Hoenig (Linklaters Oppenhoff & Rädler) und Prof. Dr. Ingo Saenger (Universität Münster) wurden drei Vorträge gehalten.



Eingeleitet wurde der Abend durch Herr Rechtsanwalt Dr. Stephan Ulrich (Linklaters Oppenhoff & Rädler, unten rechts) mit einem Vortrag zu dem Thema „Beendigung von Unternehmensverträgen im Rahmen von M&A-Transaktionen“. Anschließend sprach Herr Rechtsanwalt Dr. Lars Böttcher (Linklaters Oppenhoff & Rädler, Köln, unten links) über „Management-Beteiligungsmodelle im Lichte der aktuellen Rechtsprechung“.



Der letzte Vortrag des Abends wurde gehalten von Herrn Rechtsanwalt Jörn Becker, LL.M. (Thüga AG, München), Absolvent des Postgraduierten-Studiengangs „Mergers & Acquisitions“, zu dem Thema „M&A aus Sicht eines Unternehmens: Minderheitsbeteiligungen und Joint Ventures – Ausgestaltung der Vertragswerke, Governance, Konfliktbewältigung und Gestaltung des Exit“.

Im Anschluss an die Vorträge bestand bei einem Imbiss die Möglichkeit, mit den Dozenten ins Gespräch zu kommen, und den Abend in entspannter Atmosphäre ausklingen zu lassen. In geselliger Atmosphäre bot sich so die Gelegenheit für das eine oder andere fachliche oder private Gespräch. Dabei gab es für ehemaligen Teilnehmer des Münsteraner M&A-Studiengangs und Alumni-Mitglieder ein willkommenes Wiedersehen.



Weitere Informationen sind unter www.m-a-gespraech.de zu finden.

Der M&A-Beitrag

Bietergleichbehandlung bei öffentlichen Übernahmeangeboten

– Zugleich ein Beitrag zur Konkretisierung

des Gesellschaftsinteresses in Übernahmesituationen –

von Rechtsanwalt Dr. Kai Haakon Liekefett, Executive MBA, New York

Wenn in den Medien über öffentliche Übernahmeangebote berichtet wird, gibt es regelmäßig Spekulationen über Gegenangebote anderer Bieter. Das deutsche Wertpapier- und Übernahmegesetz (WpÜG) fördert derartige konkurrierende Angebote durch eine Reihe von Sonderregelungen, enthält jedoch keinen Hinweis darauf, inwieweit der Vorstand einer Zielgesellschaft zur Gleichbehandlung konkurrierender Bieter verpflichtet ist. Diese Problematik betrifft insbesondere die Due Diligence: Es stellt sich die Frage, ob der Vorstand allen Bietern dieselben Informationen zu gewähren hat. Wie sich zeigen wird, kommt es zur Beantwortung dieser Frage entscheidend darauf an, wie man das Gesellschaftsinteresse des Zielunternehmens in einer Übernahmesituation bestimmt.

I. Einleitung

In der Finanzwelt wird in der Regel davon ausgegangen, daß der Vorstand einer Zielgesellschaft *nicht* dazu verpflichtet ist, einem konkurrierenden Bieter gleichzubehandeln. So wurde beispielsweise anlässlich der Übernahme der Hypo-Vereinsbank (HVB) durch den italienischen Unicredito spekuliert, ob andere Banken – wie zum Beispiel BNP Paribas, HSBC oder die Royal Bank of Scotland¹ – oder Finanzinvestoren aus Saudi-Arabien² ein Gegenangebot für die zweitgrößte deutsche Bank abgeben würden. Aus Finanzkreisen wurde dazu vielfach verlautet, daß mit einem solchen feindlichen Übernahmeangebot nicht gerechnet werde, weil ein Konkurrent ohne eine Prüfung der Bücher der HVB (*Due Diligence*) auskommen müsse.³ Auch wenn dieser Auffassung vereinzelt in der Presse entgegengetreten wurde⁴, ist in der Finanzwelt kaum bekannt, dass die Rechtslage keineswegs geklärt ist. Die zuständige Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat sich zu diesem Thema bislang nicht geäußert, und auch in der Literatur wird die Frage der Bietergleichbehandlung ausgesprochen kontrovers diskutiert.⁵

II. Rechtspflicht zur Bietergleichbehandlung nach dem WpÜG

Die Herleitung einer Vorstandspflicht zur Bietergleichbehandlung ist problematisch, weil der Gesetzgeber des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) die Frage der „Informationellen Bietergleichbehandlung“ – anders als z.B. der Londoner Übernahmekodex – nicht ausdrücklich geregelt hat.

¹ F.A.Z. vom 13.6. 2005 bzw. F.A.Z. vom 19.6.2005.

² Manager-Magazin vom 16.6.2005; Handelsblatt vom 8.9.2005.

³ Manager-Magazin vom 16.6.2005; Stuttgarter Zeitung vom 13.6.2005.

⁴ Vgl. Liekefett, „Vorstand muß alle Bewerber in die Bücher sehen lassen“, F.A.Z. vom 22.6.2005; „Experte: HVB-Vorstand müsste alle Bewerber in die Bücher sehen lassen“, Süddeutsche Zeitung vom 22.6.2005.

⁵ Liekefett, *Due Diligence bei M&A-Transaktionen*, 2005, S. 216 ff.; Assmann, ZGR 2002, 697 (706 f.); Fleischer, ZIP 2002, 651; Hopt, ZGR 2002, 333 (358); Hirte, ZGR 2002, 623 (640); Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724 (733); Winter/Harbach, ZIP 2002, 1 (5); Becker, ZHR 165 (2001), 280 (286); Maier-Reimer, ZHR 165 (2001), 258 (264); Hopt in FS Lutter, 2002, 1361 (1396); Krause in Assmann/Pötzsch/Schneider, 2005, § 22 WpÜG Rz. 94 ff.; Schlitt in KölnKomm/AktG, 2. Aufl. 2004, § 33 WpÜG Rz. 159; Oechsler in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, 2003, § 10 WpÜG, Rz. 33; Ekkenga in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, 2003, § 33 WpÜG, Rz. 54; Hirte in KölnKomm/WpÜG, 2002, § 33 WpÜG Rz. 77; Schwennicke in Geibel/Süßmann, 2002, § 3 WpÜG Rz. 14; ZGR-Diskussionsbericht: Heinrich, ZGR 2002, 661 (662).

Während die EU-Übernehmerichtlinie weitestgehend offen lässt, ob Konkurrenzangebote unterstützt werden sollen⁶, fördert das deutsche Übernahmegesetz jedoch eindeutig konkurrierende Angebote durch eine Reihe von Sondervorschriften. Verschiedenste Informations- und Verfahrensregelungen des WpÜG enthalten Elemente, die den Bieterwettbewerb anstoßen sollen.⁷ Bereits die Pflicht zur Veröffentlichung der Angebotsentscheidung gemäß § 10 WpÜG lenkt die Aufmerksamkeit auf die Zielgesellschaft. Die in der Angebotsunterlage zu veröffentlichenden Angaben zu Strategie und Absichten hinsichtlich der Zielgesellschaft (§ 11 Abs. 2 Satz 2 WpÜG) sind kostenlose Anregungen für potentielle Mitbieter. Die Mindestannahmefrist (§ 16 Abs. 1 WpÜG) und die Fristenverlängerung bzw. -synchronisierung bei Abgabe eines Gegenangebotes (§ 22 Abs. 2 WpÜG) geben Konkurrenten hinreichend Zeit, ein eigenes Angebot vorzulegen. Den Bieterwettbewerb fördert ferner das Rücktrittsrecht der Aktionäre im Falle eines Gegenangebotes gemäß § 22 Abs. 3 WpÜG. Schließlich erlaubt § 33 Abs. 1 Satz 2 Fall 2 WpÜG dem Vorstand ausdrücklich die Suche nach einem „Weißen Ritter“ (*White Knight*).⁸

Die ökonomische Bewertung dieser Konkurrenzförderung des WpÜG ist noch nicht abgeschlossen. Insbesondere im US-amerikanischen Schrifttum wird die Frage, ob derartige Auktionsförderungen (*Auctioneering Rules*) unter Effizienzgesichtspunkten empfehlenswert sind, kontrovers diskutiert.⁹ Der Gesetzgeber hat sich aber bewusst für eine konkurrenzfördernde Grundhaltung entschieden und diese gesetzgeberische Entscheidung ist zu respektieren, so dass gegenteilige ökonomische Bewertungen zurücktreten müssen.¹⁰

Zur Förderung des Bieterwettbewerbs würde ebenfalls beitragen, wenn alle Bieter durch den Vorstand einer Zielgesellschaft gleichbehandelt werden müssten („Level Playing Field“). Die Herleitung einer dahingehenden Vorstandspflicht ist allerdings nicht einfach.¹¹

1. Gleichbehandlung der Wertpapierinhaber, § 3 Abs. 1 WpÜG

Vereinzelte vertreten, dass eine informationelle Gleichbehandlung der Bieter aus § 3 Abs. 1 WpÜG folge.¹² Diese Herleitung ist allerdings nicht sehr überzeugend, denn nach dieser Vorschrift sind lediglich die Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft gleichzubehandeln. § 3 Abs. 1 WpÜG untersagt es dem Vorstand lediglich, einzelne Aktionäre während der Laufzeit eines Angebotsverfahrens früher oder vollständiger zu informieren als andere. Dieses Gleichbehandlungsgebot gilt nur im Verhältnis zu den *gegenwärtigen* Aktionären der Zielgesellschaft, nicht gegenüber den potentiellen bzw. künftigen Aktionären.¹³ Selbst wenn man den Gleichbehandlungsgrundsatz auf künftige

⁶ Als Element, das den Bieterwettbewerb anstoßen soll, erlaubt die Richtlinie zwar in Art. 9 Abs. 2 der Zielgesellschaft die Suche nach einem „Weißen Ritter“ (*White Knight*). Ansonsten schreibt Art. 12 lit. c) jedoch lediglich vor, dass die Mitgliedsstaaten die Frage konkurrierender Angebote *überhaupt* regeln. Im internationalen Vergleich sind derartige Vorschriften zwar nicht unüblich, aber aufgrund der ungeklärten ökonomischen Folgen auch nicht weit verbreitet. Vgl. *Liekefett*, RIW 2004, 824 (829 f.). Zur EU-Richtlinie allgemein: *Kindler/Horstmann*, DStR 2004, 866; *Krause*, BB 2004, 113

⁷ Zur Konkurrenzförderung: *Fleischer*, ZIP 2002, 651; *Schmidt/Prigge*, DBW 2002, 225 (235); *Mühle*, Das Wertpapier- und Übernahmegesetz, 2002, S. 338 ff.; *Fleischer/Kalss*, Das neue Wertpapier- und Übernahmegesetz, 2002, S. 40.

⁸ Eingehend *Merk*, ZHR 165 (2001), 224 (249); *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 (264); *Hopt* in FS Lutter, 2000, S. 1361 (1383); *Michalski*, AG 1997, 152 (160).

⁹ Die Unternehmen gelangen zwar eher zu ihrem produktivsten Verwender (*Highest Valuing User*), so dass ein allokatiosoptimaler Zustand erreicht werden kann. Bieterwettbewerb kann aber wegen der Gefahr von „*Sunk Costs*“ die Suchanreize verringern mit der Folge, dass die Übernahmeaktivität zurückgeht. Ein weiteres Problem ist der „*Winner's Curse*“: Auktionen können dazu führen, dass der schließlich erfolgreiche Bieter derjenige ist, der das Zielunternehmen in seinem Wert überschätzt. Vgl. *Liekefett*, RIW 2004, S. 824 (829 f.); *Fleischer/Kalss* (Fn. 8), S. 40.

¹⁰ Darauf weist *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654) zutreffenderweise hin.

¹¹ Treffend *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (653): „Größeres Kopfzerbrechen bereitet die [...] Frage, wie sich dieses Ergebnis möglichst bruchlos in das Normengefüge des WpÜG einfügen lässt.“

¹² *Schwennicke* (Fn. 6), § 3 WpÜG Rz. 14. Ähnlich *Ekkenga* (Fn. 5), § 33 WpÜG, Rz. 54 („kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz“).

¹³ So zutreffend *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654); *Winner*, Pflichten der Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme, 2002, S. 203 f. (zum österreichischen Übernahmeg).

Aktionäre erstreckte, so schützt er den Bieter nicht. Denn das Neutralitätsgebot soll nicht den Bieter als künftigen Aktionär schützen, sondern ihm ermöglichen, Aktionär zu werden. Das Interesse, Aktionär zu werden, liegt aber außerhalb des Regelungszwecks des Gleichbehandlungsgebotes.¹⁴ Aus diesem Grund kann § 3 Abs. 1 WpÜG nicht als Begründungsansatz für eine informationelle Gleichbehandlung aller Bieter dienen.

2. Vereitelungsverbot des Vorstands, § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG

Als Rechtsgrundlage für eine informationelle Gleichbehandlung der Bieter durch den Vorstand einer Zielgesellschaft kommt ferner die „Neutralitätspflicht“ in § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG in Frage (auch „Vereitelungsverbot“ genannt). Diese Herleitung wird insbesondere von *Hirte* vorgeschlagen, der dies vornehmlich mit dem Zweck des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG begründet.¹⁵ In der Tat könnte man argumentieren, daß die bevorzugte Unterstützung eines Bieters (wie z.B. des Unicredito im Fall der HVB) mit einer Due Diligence nichts anderes darstellt als eine Verteilung von Angeboten sonstiger potentieller Bieter, die keine Due Diligence bekommen.

a. Wortlaut

Nach dem Wortlaut von § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG dürfen keine Handlungen vorgenommen werden, „durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte“. Durch die Gewährung einer Due Diligence erlangt ein Bieter Unternehmensgeheimnisse und andere sensible Informationen und ist dadurch in der Lage, das Unternehmen zuverlässiger zu bewerten als andere Interessenten.¹⁶ Seine Unternehmensbewertung kann auf einer verlässlicheren Informationsgrundlage erfolgen und ihm die Ausarbeitung eines attraktiveren Angebotes ermöglichen. Gibt ein Bieter nach Durchführung einer Due Diligence ein höheres Angebot ab, so haben zwar die anderen Interessenten Grund zu der Annahme, dass der Bieter aufgrund der ihm zur Verfügung gestellten Informationen den Unternehmenswert höher einschätzt. Dann bleibt es den anderen Bietern gemäß § 21 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG unbenommen, ihre Angebote zu erhöhen. Allerdings hilft ihnen das Gebot des konkurrierenden Bieters bei ihrer eigenen Einschätzung des Unternehmenswertes nur bedingt weiter. Dieses Angebot kann gerade auf Synergien beruhen, die sich nur aufgrund eines Zusammenschlusses mit dessen Unternehmen ergeben und nicht mit den Unternehmen anderer Bieter.¹⁷ Letztlich verbleibt bei den Bietern, die keine Due Diligence bekommen haben, infolge ihres Informationsdefizits erhebliche Unsicherheit. Diese Ungleichbehandlung kann somit dazu führen, dass der Erfolg dieser anderen Angebote „verhindert“ wird.¹⁸ Der Wortlaut von § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ermöglicht somit die Einbeziehung der informationellen Bieterungleichbehandlung.¹⁹

b. Entstehungsgeschichte

Die Entstehungsgeschichte dieser Vorschrift ist nicht weiter ergiebig. Die Regierungsbegründung zu § 33 WpÜG führt als Regelungsziel an, dass die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre gesichert werden solle. Als für die Verhaltenspflichten maßgeblichen Gesichtspunkte werden dort die Pflicht des Vorstands zur Fremdinteressenwahrung, die Gefahr der Kollision der eigenen Interessen des Vorstands oder des Aufsichtsrats und die Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre genannt.²⁰ Die Gleichbehandlung von Bietern bei öffentlichen Übernahmeangeboten ist nicht unter den Regelungszielen von § 33 WpÜG zu finden. Allerdings wird dieses Problem ebensowenig an anderen Stellen der Regierungsbegründung des WpÜG angesprochen, so dass die historische Auslegung kein zwingendes Argument gegen die Einbeziehung der Bieterungleichbehandlung in § 33 WpÜG liefert. Von einem

¹⁴ *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 (260) im Zusammenhang mit § 53a AktG. Zustimmend: *Schwennicke* (Fn. 6) § 33 WpÜG Rz. 13.

¹⁵ *Hopt*, ZGR 2002, 333 (356), *Hirte*, ZGR 2002, 623 (640); *Hirte* (Fn. 6) § 33 WpÜG Rz. 77; *Schwennicke* (Fn. 6) § 33 WpÜG Rz. 14.

¹⁶ Ausführlich zum Zusammenhang zwischen Due Diligence und Unternehmensbewertung: *Liekefett* (Fn. 5) S. 45 ff.

¹⁷ „Subjektiver Unternehmenswert“: Vgl. *Liekefett* (Fn. 5) S. 49.

¹⁸ *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654); *Becker*, ZHR 165 (2001), 280 (286).

¹⁹ Die Gewährung einer Due Diligence fällt jedoch nicht *per se* unter § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG; vgl. *Liekefett* (Fn. 5), S. 148 ff.

²⁰ BegrRegE zu § 33 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 57.

„beredenen Schweigen“ in Abwesenheit jeglicher Ansatzpunkte hierzu zu sprechen, ist etwas weitgehend.²¹

c. Systematik

Man könnte § 33 Abs. 1 Satz 2 Fall 2 WpÜG dahingehend interpretieren, dass zwar die Suche nach einem dem Vorstand genehmen Weißen Ritter gestattet ist, *argumentum e contrario* aber eine Verteidigungsstrategie untersagt ist, die Konkurrenzangebote erschwert.²² Ein derartige Interpretation ist allerdings nicht zwingend. Im Gegenteil: Ebenso gut könnte man sich auf den Standpunkt stellen, dass durch diese Norm eine Privilegierung konkurrierender Bieter gerechtfertigt wird. Die Frage, welche Maßnahmen zu Gunsten eines Weißen Ritters gestattet sind, beantwortet § 33 Abs. 1 Satz 2 Fall 2 WpÜG demnach nicht eindeutig.²³

Ferner bietet sich ein systematischer Vergleich mit dem Übernahmekodex (ÜK) von 1995 an, dem Vorgänger des WpÜG.²⁴ Art. 2 Abs. 2 ÜK verpflichtete den Vorstand dazu, einem potentiellen Bieter die gleichen Informationen zu geben wie dem Erstbieter:

„Ist ein öffentliches Angebot erfolgt, so ist der Vorstand der Zielgesellschaft nach pflichtgemäßem Ermessen und im Interesse der Wertpapierinhaber verpflichtet, anderen Personen, die ihrerseits Interesse an der Übernahme der Zielgesellschaft glaubhaft gemacht haben, die gleichen Informationen wie dem ursprünglichen Bieter zur Verfügung zu stellen.“

Die Reichweite dieser Gleichbehandlung wurde in der Literatur unterschiedlich beurteilt. Teilweise wurde angenommen, dass der Vorstand *lediglich* die dem ersten Bieter gegebenen Informationen an konkurrierende Bieter weitergeben darf.²⁵ Andere legten den Kodex dahingehend aus, dass anderen Bietern *mindestens* dieselben Informationen zu geben sind wie dem Erstbieter.²⁶ Aufgrund dieser Uneinigkeit führt ein Vergleich mit Art. 2 Abs. 2 ÜK nicht viel weiter. Es ist aber bemerkenswert, dass der Übernahmekodex die Frage der informationellen Gleichbehandlung der Bieter von der Frage der Neutralitätspflicht trennte, die in Art. 19 ÜK geregelt wurde.

Da es zu den Hauptzielen des WpÜG gehört, das deutsche Übernahmerecht an internationale Standards heranzuführen²⁷, liegt es nahe, auch einen Vergleich mit ausländischen Rechtsordnungen zu ziehen. Das US-amerikanische Übernahmerecht kennt zwar keine Neutralitätspflicht, sieht jedoch eine strenge Bietergleichbehandlung für den Fall vor, dass sich das *Board of Directors* zumindest grundsätzlich mit einem Verkauf seiner Gesellschaft einverstanden erklärt hat („Auction Mode“).²⁸ Aussagekräftig ist dies allerdings nicht unbedingt, denn das Übernahmerecht der USA war kein Vorbild für das WpÜG.²⁹ Diesen Vorbildcharakter hatte hingegen die Übernahmeregelung in Großbritannien. Rule

²¹ Dahingehend aber *Krause* (Fn. 5), § 22 WpÜG Rz. 97.

²² Dahingehend *Oechsler* (Fn. 5), § 10 WpÜG, Rz. 33. Vgl. auch *Ekkenga/Hofschröer*, DSStR 2002, 724 (733); *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654). Ähnlich *Oechsler* (Fn. 5), § 33 WpÜG, Rz. 33.

²³ Darauf weist richtigerweise *Hirte* (Fn. 6), § 33 WpÜG Rz. 77 hin.

²⁴ Der Übernahmekodex von 1995 litt an mangelnder Akzeptanz und Durchsetzbarkeit (insbesondere bei den Bietern): Vgl. dazu *Baums* in Rosen/Seifert, Übernahme börsennotierter Unternehmen, 1999, S. 165. (166 f.). Zur ökonomischen Theorie der Selbstkontrolle: *Hopt*, ZHR 1997, 369 (396 ff).

²⁵ Dahingehend wohl *Kallmeyer*, ZHR 161 (1997), 435 (446 f.).

²⁶ Dahingehend *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 (264).

²⁷ So ausdrücklich *BegrRegE* zu § 33 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 141.

²⁸ Sogenannte „Revlon Doctrine“: Nach der Entscheidung *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding Inc.* aus 1985 benannt. Allerdings liegt es in den USA im Ermessen des Vorstands, ob sich eine Zielgesellschaft gegen ein Übernahmeangebot verteidigt. Es erfolgt lediglich eine qualifizierte Ermessensüberprüfung, denn der Vorstand muss nachweisen, dass er nachvollziehbare Gründe hatte, von einer Gefahr für den Unternehmenserfolg auszugehen und dass die gewählten Verteidigungsmaßnahmen mit Verhältnis zu dieser Gefahr stehen („Defence Mode“; sogenannter „Unocal-Standard“). Der Vorstand darf dabei auch zu der Auffassung gelangen, dass ein Verkauf der Gesellschaft im gegenwärtigen Zeitpunkt schlicht nicht opportun ist („Just say no-Defense“; z.B. *Comcast/Walt Disney*). Zum US-amerikanischen Übernahmerecht: Vgl. *Helmis*, RIW 2001, 825. Zum Vergleich der Abwehrmöglichkeiten: *Schaefer/Eichner*, NZG 2003, 150.

²⁹ Vgl. *RegrRegE* zu § 33 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 141

20.2 des *London City Code on Takeovers and Mergers* hat unter der Überschrift "Equality of Information to Competing Offerors" folgenden Wortlaut:

"Any information, including particular of shareholders, given to one offeror or potential offeror must, on request, be given equally and promptly to another offeror or bona fide potential offeror even if that other offeror is less welcome."³⁰

Demgegenüber enthält das österreichische Übernahmegesetz keine Vorschrift, die den konkurrierenden Bietern einen Anspruch auf Gleichbehandlung gibt. Die herrschende Literatur baut daher die Neutralitätspflicht in § 12 des österreichischen Übernahmegesetzes (öÜbG) zu einer Gleichbehandlungspflicht des Vorstands aus.³¹ Dieser dogmatische Ansatz ist nicht unumstritten. Eine Trennung von Neutralitätspflicht und Bietergleichbehandlung wird auch in Österreich diskutiert.³²

d. Sinn und Zweck

Von der überwiegenden Literatur und vom Gesetzgeber wird das Neutralitätsgebot mit der Pflicht des Vorstands zur Fremdinteressenwahrung begründet. Der Vorstand soll nicht zur Verfolgung eigener Interessen und zum Nachteil der Aktionäre Einfluss auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises nehmen. § 33 WpÜG soll somit die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre sichern.³³ Die Aktionäre werden durch eine Bieterungleichbehandlung eventuell in ihren Wahlmöglichkeiten beschnitten, denn andere potentielle Bieter werden es sich gut überlegen, ob sie einen Übernahmewettstreit unter ungleichen Bedingungen überhaupt eingehen. Daher liegt es angesichts des Normzwecks von § 33 Abs. 1 WpÜG durchaus nahe, diese Vorschrift als Rechtsgrundlage für eine Bietergleichbehandlung zu verwenden.³⁴

Gleichwohl gibt es Einwände, die dagegen sprechen, die Frage der Bietergleichbehandlung mit § 33 Abs. 1 WpÜG zu lösen. Diese Verortung der Bietergleichbehandlung deckt bei normalem dogmatischem Verständnis des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG als bloßes Vereitelungsverbot nur einen Teil der Ungleichbehandlungen ab. Bei der Neutralitätspflicht handelt es sich um ein *passives* Vereitelungsverbot. Daher bliebe der Fall problematisch, wenn der Vorstand bei einer „freundlichen Übernahme“ dem Erstbieter eine Due Diligence gewährt, anderen Bietern dagegen verweigert. Der Fall der HVB, in dem der Vorstand dem Erstbieter Unicredito eine Due Diligence gewährt, anderen Bietern dagegen eventuell verweigert, könnte nicht erfasst werden. Für diese Fälle müsste die Neutralitätspflicht zu einem Gebot zum *aktiven* Handeln umgedeutet und ausgebaut werden.³⁵

Auf ein weiteres dogmatisches Problem deutet der Wortlaut von § 33 Abs. 1 WpÜG hin: Die Formulierung („des“ Angebots) verdeutlicht, dass diese Vorschrift auf eine Konfrontation des Vorstands der Zielgesellschaft mit *einem* Bieter zugeschnitten ist. Für die hier diskutierte Konstellation, dass sich die Gesellschaft *zwei oder mehreren* konkurrierenden Bietern gegenüber sieht, enthält § 33 Abs. 1 WpÜG keine ausdrückliche Handlungsanweisung. Das Vereitelungsverbot ist gegenüber dem Gleichbehandlungsgebot – trotz mancher Überschneidungen in Teilaspekten – ein *aliud*.³⁶ Die Frage der Neutrali-

³⁰ Im Internet zu finden unter: www.thetakeoverpanel.org.uk. Vgl. *Hopt*, ZGR 2002, 333 (358); *Zinser*, RIW 2001, 481. Zur Bietergleichbehandlung im Hongkonger Übernahmerecht (ähnlich dem *Londoner City Code*): *Ma/Liekefett*, Der Konzern, S. 705 (712 f.).

³¹ *Huber/Löber*, Übernahmegesetz, 1999, § 12 öÜbG Rz. 30 f.; *Hausmaninger/Herbst*, Übernahmegesetz, 1999, § 12 öÜbG Rz. 4; § 17 öÜbG Rz. 7.

³² *Winner* (Fn. 14), S. 204 f. Vgl. auch *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (653).

³³ BegrRegE zu § 33 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 141. Vgl. auch *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 (259); *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 (243 ff.); *Hopt* in FS Lutter, 2000, S. 1361 (1376); *Mülbert*, IStR 1999, 83 (87); *Michalski*, AG 1997, 152 (159); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (548 ff.). Kritisch: *Merk*, ZHR 165 (2001), 224 (247); *Schwennicke* (Fn. 6), § 33 WpÜG Rz. 13.

³⁴ So auch *Hirte*, ZGR 2002, 623 (640); *Hirte* (Fn. 6), § 33 WpÜG Rz. 77.

³⁵ *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654). Kritisch auch *Krause* (Fn. 5), § 22 WpÜG Rz. 98. In Österreich wird dieser Weg aber von der h.M. gegangen: Vgl. *Huber/Löber* (Fn. 31), § 12 öÜbG Rz. 30 f.; *Hausmaninger/Herbst*, (Fn. 31), § 12 öÜbG Rz. 4; § 17 öÜbG Rz. 7. A.A: Vgl. *Winner* (Fn. 14), S. 204.

³⁶ *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654).

tätspflicht und die Problematik der Bietergleichbehandlung sollten aus diesem Grund nicht miteinander vermischt werden.

Wenn man das Neutralitätsgebot als Rechtsgrundlage für die Bietergleichbehandlung verwendet, kommt eine weitere Schwierigkeit hinzu. § 33 WpÜG gilt erst ab der „Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes“. Vor diesem Zeitpunkt fände keine Gleichbehandlung der Bieter statt.³⁷ In der Praxis liegt jedoch eine Due Diligence – wenn es sich nicht um einen echten „Weißen Ritter“ handelt – zeitlich vor der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes.³⁸

Letztlich spricht auch ein rechtspolitisches Argument gegen die Einbeziehung der Bietergleichbehandlung in das in § 33 Abs. 1 WpÜG normierte Neutralitätsgebot. Wenn man diesen Weg geht, öffnet man zugleich die Hintertür zu den Erlaubnissätzen des § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG. Es ist schwer zu vermitteln, weshalb gerade der Aufsichtsrat eine Bieterungleichbehandlung gestatten sollte. Dieser Ausnahmetatbestand ist ohnehin rechtspolitisch äußerst umstritten, weil er dem Vorstand erlaubt, Abwehrmaßnahmen an der Hauptversammlung vorbei zu ergreifen und dadurch die Dispositionsfreiheit der Aktionäre einschränkt.³⁹ Wenn aber die Verankerung einer Bietergleichbehandlung in § 33 WpÜG zur Folge hat, dass sie durch eine rechtspolitisch und verfassungsrechtlich äußerst umstrittene Ausnahmeregelung ausgehebelt werden könnte, so ist dies ein weiterer Grund, diesen dogmatischen Weg nicht zu beschreiten. Die Auslegung kommt mithin zu dem Ergebnis, dass die informationelle Ungleichbehandlung von Bietern kein Anwendungsfall von § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG ist.

3. Normkonzipierendes Prinzip der Bietergleichbehandlung, § 22 Abs. 3 WpÜG

Sehr zweifelhaft ist auch, ob man eine informationelle Bietergleichbehandlung allein aus dem in § 22 Abs. 3 WpÜG niedergelegten Rechtsgedanken herleiten kann.⁴⁰ Diese Vorschrift enthält eine gesetzliche Rücktrittsregel, die konkurrierende Bieter in den Stand versetzt, auch noch jene Aktionäre für sich zu gewinnen, die bereits das Angebot des Erstbieters angenommen hatten. In § 22 Abs. 3 WpÜG kommt besonders deutlich die bereits angesprochene konkurrenzfördernde Grundhaltung des WpÜG zum Ausdruck. Diese konkurrenzfördernde Grundhaltung spricht dafür, dass dem WpÜG ein *normkonzipierendes Prinzip der Bietergleichbehandlung* zugrunde liegt.⁴¹ Dieses normkonzipierende Prinzip der Bietergleichbehandlung gilt auch hinsichtlich der den Bietern zur Verfügung gestellten Informationen, so dass bei einer Due Diligence für einen Bieter alle anderen Bieter gleichzubehandeln sind. Rechtsdogmatisch möchte dies *Fleischer* in § 22 Abs. 3 WpÜG verankern.⁴² Dieser Anknüpfung kann jedoch nicht beigespflichtet werden, da es sich bei dieser Vorschrift um ein Rücktrittsrecht der Aktionäre handelt. Dieses *Aktionärsrecht* (auf Rücktritt) kann schwerlich zu einer *Vorstandspflicht* (zur Bietergleichbehandlung) ausgebaut werden. Als Rechtsgrundlage für eine Pflicht zur Bietergleichbehandlung enthält § 22 Abs. 3 WpÜG zu wenige verwertbare Ansatzpunkte.

4. Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses, § 3 Abs. 3 WpÜG, §§ 76, 93 AktG

Eine informationelle Bietergleichbehandlung bei öffentlichen Übernahmeangeboten lässt sich aber dogmatisch überzeugend aus § 3 Abs. 3 WpÜG herleiten. In dieser Vorschrift ist der allgemeine Verhaltensmaßstab für die Organe der Zielgesellschaft normiert. Danach hat der Vorstand der Gesellschaft „im Interesse der Zielgesellschaft“ zu handeln.

³⁷ Auf dieses Problem weist richtigerweise *Winner* (Fn. 14), S. 205 (zum österreichischen ÜbernahmeG) hin.

³⁸ *Thiel* in Semler/Volhard, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Bd. 1, 2001, § 31 Rz. 98; *Geibel* in Geibel/Süßmann, 2002, § 10 WpÜG Rz. 7.

³⁹ Es wurden sogar verfassungsrechtliche Bedenken bezüglich der Vereinbarkeit mit Art. 14 GG angemeldet. Vgl. F.A.Z. vom 10.11.2001. Besonders dezidiert in dieser Hinsicht *Binz/Sorg*, BB 2002, Heft 3, Seite 1.

⁴⁰ Dahingehend *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (653).

⁴¹ Prägnante Formulierung von *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654). A.A.: *Drygala*, WM 2004, 1457 (1463); *Krause* (Fn. 5), § 22 WpÜG Rz. 98.

⁴² *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654).

a. Dogmatische Herleitung der Pflicht zur Bietergleichbehandlung

§ 3 Abs. 3 WpÜG enthält die Klarstellung, dass die allgemeinen aktienrechtlichen Pflichten aus §§ 76,93 AktG nicht vollkommen durch das Übernahmegesetz suspendiert werden.⁴³ Der Vorstand ist ausweislich der Regierungsbegründung weiterhin zur Wahrnehmung *aller* in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und der Allgemeinheit verpflichtet (sog. *Stakeholder-Ansatz*⁴⁴).⁴⁵ Die Einbeziehung all dieser Interessengruppen erschwert es allerdings dem Vorstand, das Gesellschaftsinteresse im Einzelfall zu bestimmen. Die Interessen von Aktionären, Arbeitnehmern und Allgemeinheit unterscheiden sich zuweilen selbst *innerhalb* dieser Interessengruppen ganz erheblich. Der Vorstand muss deshalb grundsätzlich versuchen, diese Interessen zu integrieren (sogenanntes „Integrationsmodell“).⁴⁶ Von der herrschenden Meinung wird zur Lösung dieses Problems inzwischen mehrheitlich das sogenannte „Unternehmensinteresse“ herangezogen.⁴⁷ Alle an der Wertschöpfung beteiligten Interessengruppen sind daran interessiert, dass das Unternehmen der Gesellschaft Bestand hat. Das *Interesse am Bestand und Erfolg des Unternehmens* ist somit in der Regel der kleinste gemeinsame Nenner aller beteiligten Interessenträger.⁴⁸ Bei seiner Entscheidungsfindung hat der Vorstand daher *grundsätzlich* das Unternehmensinteresse als Maßstab heranzuziehen.⁴⁹

Die Formel des „Unternehmensinteresses“ ist allerdings nur insoweit hilfreich, als die verschiedenen in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen gleichgerichtet sind. Es ist sehr fraglich, ob bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG das „Unternehmensinteresse“ das geeignete Mittel zur Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses darstellt. Im Übernahmeverfahren versagt diese Kompromissformel regelmäßig, weil das „Unternehmensinteresse“ in dieser Situation nicht mehr den kleinsten gemeinsamen Nenner in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen widerspiegelt.⁵⁰ Während z.B. die Arbeitnehmer tendenziell auf Fusionen und Übernahmen mit Skepsis und Angst um den eigenen Arbeitsplatz reagieren, sind die Aktionäre in der Regel am Ausstieg aus der Zielgesellschaft gegen eine hohe Übernahmeprämie interessiert. Das „Unternehmensinteresse“ ist demnach bei öffentlichen Übernahmeangeboten nicht geeignet, das Gesellschaftsinteresse zu konkretisieren.⁵¹ Mit dieser Absage an den Begriff des „Unternehmensinteresses“ in Übernahmesituationen wird auch ein Interessenkonflikt vermieden: Gerade weil der Übernahmeversuch seine eigene Anstellung bedroht, könnte aufgrund der Unbestimmtheit des Begriffs dem Vorstand eine gefährliche Definitionsmacht erwachsen („Principal-Agent-Problem“).⁵²

Es stellt sich daher die Folgefrage, nach welchen Kriterien der Vorstand dann das Gesellschaftsinteresse im Übernahmeverfahren bestimmen soll. Nach wie vor sind das Interesse der Gesellschaft und

⁴³ BegrRegE zu § 3 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 35. Vgl. auch *Schwennicke* (Fn. 6), § 3 WpÜG Rz. 21.

⁴⁴ Der *Shareholder-Ansatz*, der ausschließlich die Aktionärsinteressen berücksichtigt, hat sich im deutschen Aktienrecht nicht durchsetzen können: Vgl. *Liekefett* (Fn. 5), S. 96 f.

⁴⁵ BegrRegE zu § 3 Abs. 3 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 35.

⁴⁶ Das „Konfliktmodell“ hat sich nicht durchgesetzt: *Hüffer*, 6. Aufl. 2004, § 76 AktG Rz. 12; *Mertens* in *Köln-Komm/AktG*, 2. Aufl. 1996, § 76 AktG Rz. 19; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 (261); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (536). Zum Modellvergleich: *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, 1980, S. 623 ff.

⁴⁷ Vgl. Deutscher Corporate Governance Kodex, 4.1.1 S. 2: Der Vorstand ist „an das Unternehmensinteresse gebunden und der Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes verpflichtet.“ Gesellschafts- und Unternehmensinteresse werden oftmals nicht unterschieden - auch nicht vom BGH, der auch bisweilen beide Begriffe gleichzeitig verwendet: Vgl. *Henze*, BB 2000, 209 (212).

⁴⁸ *Hüffer* (Fn. 46), § 76 AktG Rz. 13 ff.; *Hopt* in *Großkomm/AktG*, § 93 AktG Rz. 81 u. Rz. 213. Eingehend zum „Unternehmensinteresse“: *Liekefett* (Fn. 5), S. 94 ff. (insbesondere S. 98 f.).

⁴⁹ *Hüffer* (Fn. 46), § 76 Rz. 13 ff.; *Mertens* (Fn. 46), § 76 AktG Rz. 22 f.

⁵⁰ So auch *Krause/Pöttsch* in *Assmann/Pöttsch/Schneider*, 2005, § 3 WpÜG Rz. 34; *Oechsler* in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, 2003, § 3 WpÜG, Rz. 22.

⁵¹ Ebenso *Krause/Pöttsch* (Fn. 50), § 3 WpÜG Rz. 34; *Oechsler* (Fn. 50), § 3 WpÜG, Rz. 22 ff. Sehr skeptisch gegenüber der Verwendung der Formel „Unternehmensinteresse“ im Übernahmeverfahren auch *O. Lange*, WM 2002, 1737 (1740); *Mülbert*, ZGR 1997, 129 (166).

⁵² So richtigerweise *Oechsler* (Fn. 50), § 3 WpÜG, Rz. 22 ff. Zum „Principal-Agent-Problem“ der Neuen Institutionenökonomik. Zu den Einzelheiten: *Brealey/Meyers/Allen*, *Principles of Corporate Finance*, 8. Aufl. 2006, S. 10, 25 ff.; *Kirchner*, WM 2000, 1821 (1824 f.).

das Interesse der Aktionäre nicht identisch.⁵³ Richtigerweise muss aber das Aktionärsinteresse zumindest zur vorrangigen Leitlinie für die Entscheidungen des Vorstands werden, soweit nicht die Interessen der anderen *Stakeholder* (Arbeitnehmer, Allgemeinheit) erheblich beeinträchtigt werden. Dies ergibt sich bereits aus der Wertung des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG.⁵⁴ Nach dieser Vorschrift darf der Vorstand selbst ein Übernahmeangebot, das eindeutig *nicht* im Gesellschaftsinteresse ist, ausschließlich bei Zustimmung des Aufsichtsrats vereiteln. Das WpÜG stellt durch die in § 33 WpÜG allein zwischen dem im Gesellschaftsinteresse und dem Veräußerungsinteresse der Aktionäre vorgenommene Abwägung klar, dass im Übernahmeverfahren vorrangig die Aktionärsinteressen zu berücksichtigen sind.⁵⁵ Dies hat auch seine Berechtigung, denn der Aktionär ist in börsennotierten Aktiengesellschaften nicht nur Gesellschafter, sondern zugleich auch Kapitalmarktteilnehmer und ist aufgrund dieser Stellung noch schützenswerter als in privaten Aktiengesellschaften.⁵⁶ Auch wenn der Vorstand deswegen die Interessen der anderen *Stakeholder* nicht vollkommen unberücksichtigt lassen darf, so wird doch das Aktionärsinteresse zumindest zur vorrangigen Leitlinie für die Vorstandsentscheidungen im Übernahmeverfahren. Das Gesellschaftsinteresse wird insoweit *übernahmerechtlich* konkretisiert.⁵⁷ Das *Interesse der Aktionäre* wiederum gebietet eine Bietergleichbehandlung.⁵⁸ Das Interesse der Aktionäre besteht in einem möglichst hohen Verkaufserlös, zu dem eine Wettbewerbssituation ganz erheblich beiträgt. Schon die bloße Möglichkeit eines Konkurrenzangebotes motiviert den Erstbieter dazu, seine Angebotsunterlage sorgfältiger auszuarbeiten und eine attraktivere Gegenleistung anzubieten. Umgekehrt würden es sich die anderen potentiellen Bieter gut überlegen, ob sie einen Übernahmewettstreit unter ungleichen Bedingungen überhaupt eingehen.⁵⁹ Aus diesem Grund ist auch das Einholen eines konkurrierenden Angebotes gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 Fall 2 WpÜG zulässig, da Konkurrenz im Interesse aller Aktionäre regelmäßig für attraktivere Angebotskonditionen sorgt. Folglich sind im Interesse der Aktionäre (und nicht etwa im Interesse der Bieter oder des Kapitalmarktes) die Bieter gleich zu behandeln.⁶⁰ Dies gilt auch und insbesondere für die Versorgung mit Informationen. Die Durchführung einer Due Diligence vermindert das Risiko eines Bieters, dass die Übernahme fehlschlägt, und führt daher regelmäßig zu einem höheren Kaufpreis, da der Bieter ansonsten Unsicherheitsabschlüsse vornehmen wird.⁶¹ Mithin ist grundsätzlich jedem Bieter auf Verlangen (Rechtsgedanke des § 131 Abs. 4 S.1 AktG)⁶² eine Due Diligence zu gewähren, wenn sie einem anderem Bieter gestattet wurde. Ferner sind auch Vereinbarungen des Vorstands mit einem Bieter unzulässig, mit der sich die Gesellschaft dazu verpflichtet, keine Informationen an konkurrierende Bieter weiterzugeben („No Shop Provisions“). Eine derartige Exklusivitätsvereinbarung lässt die Aktionärsinteressen außer Acht, denen mit einer einseitigen Bevorzugung eines Bieters nicht gedient ist.⁶³ Da das Aktionärsinteresse vorrangige Leitlinie für den Vorstand im Anwendungsbereich des WpÜG ist, handelt es sich bei

⁵³ Zumindest insoweit ist *Krause/Pöttsch* (Fn. 50), § 3 WpÜG Rz. 32 zuzustimmen.

⁵⁴ So auch *Oechsler* (Fn. 50), § 3 WpÜG, Rz. 23; *Versteegen* in *KölnKomm/WpÜG*, 2002, § 3 WpÜG Rz. 37; *Steinmeyer/Häger*, 2002, § 3 WpÜG Rz. 12. Vgl. *O. Lange*, WM 2002, 1737 (1744). Ähnliche Überlegungen bei *Krause/Pöttsch* (Fn. 50), § 3 WpÜG Rz. 29.

⁵⁵ *Versteegen* (Fn. 54), § 3 WpÜG Rz. 37; *Schwennicke* in (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 5, 25. A.A.: *Steinmeyer/Häger* (Fn. 54), § 33 WpÜG Rz. 13.

⁵⁶ *Hirte* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 3; *Röh* in *Haarmann/Riehmer/Schuppen*, 2002, § 33 WpÜG Rz. 3. Dieses Verständnis der Aktionärsrolle findet sich auch bei *Merk*, ZHR 165 (2001), 224 (249 f.) und *Grunewald*, AG 2001, 288 (289).

⁵⁷ So ausdrücklich auch *Versteegen* (Fn. 54), § 3 WpÜG, Rz. 37. Dahingehend auch *O. Lange*, WM 2002, 1737 (1744) und *Schwennicke* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 5 u. Rz. 25: „Konkretisierung der allgemeinen Grundsätze des § 3 Abs. 3“. A.A.: *Steinmeyer/Häger* (Fn. 54), § 33 WpÜG Rz. 13.

⁵⁸ Ebenso *Schlitt* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 159; *Oechsler* (Fn. 5), § 10 WpÜG, Rz. 33. A.A.: *Krause* (Fn. 5), § 22 WpÜG Rz. 99 f.

⁵⁹ *Schlitt* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 159, *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654); *Becker*, ZHR 165 (2001), 280 (286). Vgl. auch Diskussionsbericht des DAV *Schnorr*, ZHR 165 (2001), 288 (290 f.).

⁶⁰ So auch *Schlitt* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 159; *Oechsler* (Fn. 5), § 10 WpÜG, Rz. 33.

⁶¹ Zutreffend *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (654); *Winner* (Fn. 14), S. 205 ff. (zum österreichischen ÜbernahmEG).

⁶² Ebenso Rule 20.2 des britischen City Code („on request“). Ähnlich *Schlitt* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 159 und *Hopt*, ZGR 2002, 333 (358).

⁶³ Vgl. *Fleischer*, ZIP 2002, 651 (655 f.).

der Pflicht zur Bietergleichbehandlung folglich um nichts anderes als das *konkretisierte Gesellschaftsinteresse* während eines Übernahmeangebots.⁶⁴

b. Rechtliche Grenzen der Pflicht zur Bietergleichbehandlung

Allerdings kann eine informationelle Bietergleichbehandlung nicht ausnahmslos gelten. Es ist offensichtlich, dass die unterschiedslose Gleichbehandlung aller Bieter angesichts der erheblichen Risiken, die mit einer Due Diligence verbunden sind, nicht sinnvoll sein kann. Es stellt sich nur die Frage, *wie* man Grenzen der Bietergleichbehandlung zieht und diese Grenzen dogmatisch begründet.

Zunächst einmal darf der Vorstand nur insoweit eine Due Diligence gewähren, als er durch die Informationserteilung nicht gegen gesetzliche Vorschriften verstößt. Eine Due Diligence bei öffentlichen Übernahmeangeboten verletzt nicht § 14 Abs. 1 Nr. 2 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).⁶⁵ Der Zugang des Bieters zu Insiderinformationen lässt sich mit dem gesteigerten Informationsbedürfnis rechtfertigen, das sich aus seinem unternehmerischen Engagement ergibt. Dafür spricht bereits die Regierungsbegründung zum WpHG.⁶⁶ Ferner kann für die Befugtheit der Offenlegung von Insiderinformationen die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie angeführt werden, auf der § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG beruht.⁶⁷ Erwägungsgrund (29) der Richtlinie geht jedenfalls davon aus⁶⁸:

*„Der Zugang zu Insiderinformationen über eine Gesellschaft und die Verwendung dieser Information mit dem Ziel, [...] einen Zusammenschluss mit ihm vorzuschlagen, sollten nicht als Insider-Geschäft gelten.“*⁶⁹

Der Vorstand ist jedoch nach wie vor an seine Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG gebunden, die einer unbegrenzten Weiterleitung von Unternehmensgeheimnissen enge Grenzen setzt.⁷⁰ Der Bieter muss seine ernsthafte Absicht an einer Übernahme substantiiert darlegen, beispielsweise durch eine Absichtserklärung (*Letter of Intent*).⁷¹ Außerdem muss er einer vertragsstrafenbewehrte Geheimhaltungsvereinbarung zustimmen.⁷² Gegebenenfalls ist bei direkten Konkurrenten von der Weitergabe wettbewerbsrelevanter Informationen abzusehen oder ein neutraler Dritter zuzuschalten.⁷³

Ferner stellt sich die Frage, in welchen Fällen der Vorstand ausnahmsweise eine Bietergleichbehandlung *verweigern* darf. Eine Ungleichbehandlung eines Bieters kann damit zu rechtfertigen sein, dass die Gewährung einer Due Diligence im Einzelfall doch nicht im Gesellschaftsinteresse liegt, weil die Interessen der anderen *Stakeholder* durch die Übernahme dieses Bieters massiv beeinträchtigt werden. Auch wenn der Vorstand im Übernahmeverfahren vorrangig die Aktionärsinteressen zu berücksichtigen hat, heißt dies noch lange nicht, dass er bei der Bestimmung des Gesellschaftsinteresses die Belange der restlichen Interessengruppen (Arbeitnehmer, Allgemeinheit) vollkommen ignorieren darf o-

⁶⁴ Ebenso *Schlitt* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 159 u. die Mindermeinung in Österreich: *Winner* (Fn. 14), S. 206 f.

⁶⁵ Ausführlich zu dieser Thematik *Liekefett* (Fn. 5), S. 161 ff., S. 284 ff. mwN.

⁶⁶ Der Gesetzgeber setzte anscheinend als selbstverständlich voraus, dass die vorherige Weitergabe von Insiderinformationen zur Vorbereitung von Übernahmeangeboten im Hinblick auf § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG zulässig ist: Vgl. BegrRegE zu § 14 WpHG, BT-Drucks. 12/6679, S. 47. Vgl. auch BAWe/Deutsche Börse, Insiderhandelsverbote und Ad-hoc Publizität, S. 20 f. Eingehender hierzu *Liekefett* (Fn. 5), S. 176 f.

⁶⁷ „Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation“, Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003, AbIEU Nr. L 96/16 vom 12.04.2003.

⁶⁸ Zwar haben Erwägungsgründe nicht dieselbe Normqualität wie die Artikel einer Richtlinie, sie können aber im Rahmen der historischen Auslegung herangezogen werden. Ähnlich *Ziemons*, NZG 2004, 537 (539). Zu den Neuerungen im Insiderrecht durch das Anlegerschutzgesetz: *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (930 ff.); *Ziemons*, NZG 2004, 537 ff.

⁶⁹ Vgl. auch *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (931 f.).

⁷⁰ Dahingehend auch *Schlitt* (Fn. 5), § 33 WpÜG Rz. 159, der allerdings zu weit geht, wenn er die Due Diligence durch Konkurrenzunternehmen ausschließt. Da Übernahmen in aller Regel durch Konkurrenten initiiert werden (insbesondere aufgrund der potentiellen Synergieeffekte), würde sein Ansatz dazu führen, dass die Pflicht zur Bietergleichbehandlung kaum noch Praxisrelevanz hätte.

⁷¹ Vgl. dazu *Liekefett* (Fn. 5), S. 114 mwN.

⁷² Vgl. dazu *Liekefett* (Fn. 5), S. 118 f. mwN.

⁷³ Ausführlich hierzu *Liekefett* (Fn. 5), S. 129 ff.

der muss. Das Gesellschaftsinteresse ist somit nicht nur Grundlage der informationellen Gleichbehandlung aller Bieter, sondern zugleich auch dessen Grenze.⁷⁴

Im Folgenden muss deshalb erörtert werden, *unter welchen Voraussetzungen* der Vorstand eine Due Diligence verweigern darf. Vor Inkrafttreten des WpÜG war im Schrifttum heftig darüber diskutiert worden, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft einer „Neutralitätspflicht“ unterliegt.⁷⁵ Diese Diskussion wurde zwar durch die Gesetzgebung überholt, als das Neutralitätsgebot jedenfalls teilweise zum 1.1.2002 in § 33 WpÜG kodifiziert wurde.⁷⁶ Es besteht jedoch nach wie vor ein sachliches Näheverhältnis zwischen Bietergleichbehandlung und dieser Diskussion,⁷⁷ denn vor dem Inkrafttreten des WpÜG wurde die Neutralitätspflicht ebenfalls von der herrschenden Meinung mit dem Gesellschaftsinteresse begründet (§§ 76, 93 AktG).⁷⁸ Folglich liegt es nahe, auf die Ergebnisse der damaligen Diskussion zurückzugreifen: In den Konstellationen, in denen vor Inkrafttreten des WpÜG eine Ausnahme von der Neutralitätspflicht angenommen wurde, lief die Übernahme dem Gesellschaftsinteresse der Zielgesellschaft zuwider. Wenn in diesen Fällen dem Vorstand abweichend von der grundsätzlichen Neutralitätspflicht die *aktive* Abwehr einer Übernahme ausnahmsweise erlaubt war, müssen ihm erst recht *passive* Maßnahmen wie die Verweigerung von Bietergleichbehandlung erlaubt sein. Dabei darf es sich allerdings nur um Ausnahmefälle handeln. Der Vorstand muss darlegen, dass eine Übernahme durch den diskriminierten Bieter eindeutig den Interessen der anderen Interessengruppen in der Gesellschaft (wie z.B. den Arbeitnehmern) zuwiderläuft. Um Missbrauch auf Vorstandsseite zu verhindern, sind an diesen Nachweis strenge Anforderungen zu stellen.

Beispiele⁷⁹: In einem ersten Reflex würde man das Unternehmensinteresse an einer Übernahme verneinen, wenn der Übernehmer eine anschließende Zerschlagung des Unternehmens anstrebt (sogenannte „Zerschlagungsübernahme“).⁸⁰ Dass diese spontane Einschätzung in ihrer Allgemeinheit nicht richtig ist, ist betriebswirtschaftlich erwiesen. Insbesondere Konzerne von konglomerater Beschaffenheit sind weniger produktiv und weniger wert, als wenn sie in einzelne selbständige Unternehmen zerlegt würden. Deshalb gibt es zahllose Beispiele, in denen die Zerschlagung eines Unternehmens bei gleichzeitiger Konzentration auf das Kerngeschäft von erheblichem wirtschaftlichem Erfolg gekrönt war und zahlreiche Arbeitsplätze gesichert hat. Aus wirtschaftlicher Perspektive kann also eine Zerschlagungsübernahme durchaus im Interesse des Zielunternehmens und seiner Arbeitnehmer sein.⁸¹ Aus diesem Grund muss der Vorstand anhand des konkreten Einzelfalls entscheiden, ob die Verweigerung einer Due Diligence im Gesellschaftsinteresse ist.

Ebensowenig ist ein „Leveraged Buy Out“ (LBO) durch einen Finanzinvestor einer pauschalen Beurteilung zugänglich.⁸² Zwar kann man sich durchaus fragen, ob es nicht eher im Unternehmensinteresse wäre, die Reserven und Liquidität der Zielgesellschaft in deren Alleininteresse einzusetzen, anstatt diese Vermögenswerte zu einem

⁷⁴ Eine vergleichbare Grenze sieht das Schweizer Übernahmerecht vor. Vgl. *Werlen*, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, 2001, S. 209.

⁷⁵ Zur Diskussion: *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224 ff.; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 ff.; *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 ff.; *Grunewald*, AG 2001, 288 ff.; *Hopt* in FS Lutter, 2000, S. 1361 (1375 ff.); *Krause*, AG 2000, 217 ff.; *Mülbert*, IStR 1999, 83 (87); *Michalski*, AG 1997, 152 (159 ff.); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (548 ff.). Vgl. BegrRegE zu § 33 WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 57. Auch das LG Düsseldorf schien im Verfahren gegen die Werbemaßnahmen der Mannesmann AG während des Übernahmeangebots von Vodafone Plc. von einer Neutralitätspflicht auszugehen: LG Düsseldorf, WM 2000, 528 (530). Zum Verfahren: *Riehmer/Schröder*, NZG 2000, 820 ff. und *Krause*, AG 2000, 217 ff.

⁷⁶ Vgl. *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224 (245); *Hopt* in FS Lutter, 2000, S. 1361 (1386).

⁷⁷ Ähnlich *Banerjea*, ZIP 2003, 1730 (1732), aber in einem etwas anderen Zusammenhang.

⁷⁸ Vgl. *Merkt*, ZHR 165 (2001), 224 ff.; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 ff.; *Dimke/Heiser*, NZG 2001, 241 ff.; *Grunewald*, AG 2001, 288 ff.; *Hopt* in FS Lutter, 2000, S. 1361 (1375 ff.); *Krause*, AG 2000, 217 ff.; *Mülbert*, IStR 1999, 83 (87); *Michalski*, AG 1997, 152 (159 ff.); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (548 ff.).

⁷⁹ Ausführlicher zu diesen Beispielen: *Liekefett* (Fn. 5), S. 151 ff.

⁸⁰ Für eine Ausnahme von der Neutralitätspflicht: *Kort* in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436). Im Zusammenhang mit der Due Diligence: *Banerjea*, ZIP 2003, 1730 (1732); *Körber*, NZG 2002, 263 (269); *Stoffels*, ZHR 165 (2001), 362 (374 Fn. 50); *Schroeder*, DB 1997, 2161 (2163).

⁸¹ *Adams*, AG 1990, 243 (244); *Peltzer*, ZIP 1989, 69 (70). Eingehend dazu *O. Lange*, WM 2002, 1737 (1742). Vgl. dazu auch *Krömker*, Die Due Diligence im Spannungsfeld zwischen Gesellschafts- und Aktionärsinteressen, 2002, S. 41 f.

⁸² Für eine Ausnahme von der Neutralitätspflicht: *O. Lange*, WM 2002, 1737 (1743) mit Einschränkungen. A.A.: *Horn*, ZIP 2000, 473 (474, 478).

großen Teil der Kaufpreisfinanzierung zu verwenden.⁸³ Entscheidend ist aber in diesen Fällen, ob die Refinanzierungsstrategie zu einer Existenzbedrohung führen kann. Die Zielgesellschaft wird insoweit durch die § 71a AktG und §§ 57 ff. AktG weitestgehend geschützt. Solange die angestrebte Refinanzierung der Übernahme nicht gegen die Kapitalerhaltungsvorschriften verstößt (sogenanntes „Looting“), kann allein darauf nicht die Ablehnung der Übernahme gestützt werden.⁸⁴ LBOs von Private Equity-Gesellschaften führen ganz im Gegenteil häufig zu einer effizienteren Nutzung der Ressourcen der Gesellschaft, die dem ganzen Unternehmen zugute kommt und Arbeitsplätze sichert (z.B. Wincor Nixdorf).⁸⁵

Problematischer ist, ob bei einer angekündigten *Auflösung* des Unternehmens durch den Übernehmer eine Due Diligence abzulehnen ist.⁸⁶ Diese Frage wird sich der Vorstand insbesondere dann stellen müssen, wenn die Übernahme der Verdrängung des Zielunternehmens vom Markt dienen soll.⁸⁷ Es wird zwar mitunter argumentiert, dass kein selbstständiges Unternehmensinteresse am Fortbestand anerkannt werden könne, da die Entscheidung über die Auflösung der Gesellschaft von den Aktionären jederzeit und ohne weitere Voraussetzung gemäß § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG getroffen werden kann.⁸⁸ Solange ein solcher Auflösungsbeschluss aber nicht erfolgt ist, darf der Vorstand nicht dermaßen einseitig Aktionärsinteressen verfolgen, sondern muss das Interesse der Arbeitnehmer an einer Weiterbeschäftigung in den Vordergrund stellen. Eine Übernahme mit einer derartigen Zielsetzung darf der Vorstand nicht mit einer Due Diligence unterstützen; Bieterungleichbehandlung ist zulässig.

Ebenso problematisch sind Erwerbsinteressenten, die aufgrund ihrer *Reputation* geeignet sind, die *Marktstellung des Unternehmens zu gefährden*.⁸⁹ Die in der Literatur beispielhaft angeführten Fälle einer Mafiaorganisation oder eines politisch exponierten ausländischen Staats stellen theoretische Extreme dar, enthalten aber einen richtigen Kern.⁹⁰ Der Vorstand muss das Wohl seines Unternehmens im Auge behalten. Dieses wird gefährdet, wenn der Übernehmer erhebliche wirtschaftliche Gegenreaktionen der Kunden auslösen und damit die Marktchancen des Unternehmens wesentlich beeinträchtigen würde (z.B. durch mangelnde Bonität oder fragwürdige Geschäftspraktiken). Angesichts der großen Bedeutung, die das Image eines Unternehmens für dessen Stellung am Markt und damit für dessen Bewertung haben kann, handelt es sich in solchen Fällen um erhebliche Nachteile für das Zielunternehmen.⁹¹ Wenn diese Argumente nicht nur vom Vorstand vorgeschoben werden⁹² und diese Nachteile nicht durch andere Vorteile des Übernehmers kompensiert werden, ist die Übernahme nicht im Unternehmensinteresse der Zielgesellschaft. Dem Vorstand ist dann die Verweigerung der Due Diligence gestattet.

Besonders praxisrelevant sind darüber hinaus die Risiken, die sich daraus ergeben, dass durch den Übernehmer infolge sogenannter „*Change of Control-Klauseln*“ Kooperationen der Zielgesellschaft mit wichtigen Geschäftspartnern zu scheitern drohen.⁹³ Wenn durch die Übernahme die Kreditlinien oder wichtige Lizenzverträge kündbar oder aber Vorkaufsrechte eines Joint-Venture-Partners ausgelöst werden, ist dies nicht im Interesse der Zielgesellschaft. Dem Vorstand ist in diesem Fall die Verweigerung der Bietergleichbehandlung erlaubt, sofern der Übernehmer diese negativen wirtschaftlichen Folgen nicht zu kompensieren vermag.

⁸³ O. Lange, WM 2002, 1737 (1743) lehnt deswegen den LBO tendenziell eher ab.

⁸⁴ Maier-Reimer, ZHR 165 (2001), 258 (272); Hopt in FS Lutter, 2002, S. 1361 (1393); Hopt, ZGR 1993, 534 (553 f.); Mertens (Fn. 46), § 76 AktG Rz. 26; Hopt (Fn. 46), § 93 AktG Rz. 125 Fn. 435.

⁸⁵ Zum LBO aus betriebswirtschaftlicher Sicht: Jansen, Mergers & Acquisitions, 4. Aufl. 2001, S. 54 ff.; Betsch/Groh/Lohmann, Corporate Finance, 2. Aufl. 2000, S. 326.

⁸⁶ Für eine Ausnahme von der Neutralitätspflicht: Kort in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436). Zur Due Diligence: Stoffels, ZHR 165 (2001), 362 (374 Fn 50); Körber, NZG 2002, 263 (269); Schroeder, DB 1997, 2161 (2163). Vorsichtiger: Maier-Reimer, ZHR 165 (2001), 258 (271); Kort in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436 f.).

⁸⁷ Eindrucksvolles Beispiel war die Übernahmeschlacht um die US-amerikanische Softwarefirma Peoplesoft durch den Konkurrenten Oracle, der angekündigt hatte, Peoplesoft nach der Übernahme vom Markt zu nehmen. Vgl. F.A.Z. vom 8.6.2003.

⁸⁸ Hopt (Fn. 46), § 93 Rz. 125; Hopt in FS Lutter, 2000, S. 1361 (1393); Hopt, ZGR 1993, 534 (553 f.); A.A.: Kort in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436).

⁸⁹ Für eine Ausnahme von der Neutralitätspflicht: Kort in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436); Mertens (Fn. 46), § 76 AktG Rz. 26. Ähnlich: O. Lange, WM 2002, 1737 (1743). Mit Einschränkungen: Maier-Reimer, ZHR 165 (2001), 258 (271). A.A.: Hopt (Fn. 46), § 93 Rz. 125 Fn. 434; Adams, AG 1990, 243 (246).

⁹⁰ Kort in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436).

⁹¹ Kort in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436 f.).

⁹² Maier-Reimer, ZHR 165 (2001), 258 (271). Zu dieser Problematik eingehend und überzeugend: Kort in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436 f.).

⁹³ Für eine Ausnahme von der Neutralitätspflicht: O. Lange, WM 2002, 1737 (1743). Dahingehend auch Hopt, ZGR 1993, 534 (555), der diese Fallgruppe mit der vorherigen gleichstellt. Zu „Change of control“-Klauseln: Dreher, AG 2002, 214 ff.

Der Vorstand ist schließlich verpflichtet, eine Due Diligence zu verweigern, wenn nach der Übernahme mit *Gesetzesverstößen* oder sogar einer *dauerhaften rechtswidrigen Tätigkeit* des Unternehmens zu rechnen ist⁹⁴ (z.B. verbotene Rüstungsproduktion; Verwendung einer Bank zur Geldwäsche; Herstellung von Rauschgiftmitteln durch ein Chemieunternehmen).⁹⁵

III. Zusammenfassung und Fazit

Der Vorstand einer börsennotierten Zielgesellschaft hat im Übernahmeverfahren nach WpÜG die Bieter grundsätzlich gleichzubehandeln. Als dogmatische Grundlage für diese Vorstandspflicht dient das Gesellschaftsinteresse (§ 3 Abs. 3 WpÜG, §§ 76, 93 AktG), das normalerweise anhand des „Unternehmensinteresse“ bestimmt wird. Im Übernahmeverfahren versagt diese ansonsten so brauchbare Kompromissformel jedoch regelmäßig, weil sie in dieser Situation nicht mehr den kleinsten gemeinsamen Nenner in der Gesellschaft zusammentreffenden Interessen von Aktionären, Arbeitnehmern und Allgemeinheit widerspiegelt. Im Übernahmeverfahren wird stattdessen das Aktionärsinteresse zur vorrangigen Leitlinie für die Entscheidungen des Vorstands, soweit nicht dadurch die Interessen der anderen *Stakeholder* (Arbeitnehmer, Allgemeinheit) erheblich beeinträchtigt werden. Das Aktionärsinteresse besteht in einem möglichst hohen Verkaufserlös, zu dem Konkurrenzangebote ganz erheblich beitragen. Da ein Übernahmewettstreit unter ungleichen Bedingungen behindert wird, ist der Vorstand gehalten, alle Bieter grundsätzlich gleichzubehandeln. Dies gilt insbesondere für die Versorgung mit Informationen im Rahmen einer Due Diligence. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG steht dem nicht entgegen. Der Vorstand ist allerdings nach wie vor an seine Verschwiegenheitspflicht aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG gebunden, die einer Weiterleitung von Unternehmensgeheimnissen enge Grenzen setzt. Ausnahmsweise kann im Einzelfall eine Ungleichbehandlung der Bieter und somit die Verweigerung einer Due Diligence gerechtfertigt sein, wenn der Vorstand darlegen kann, dass die Übernahme durch den diskriminierten Bieter eindeutig den Interessen der anderen Interessengruppen in der Gesellschaft (Arbeitnehmern, Allgemeinheit) zuwiderläuft. Um Missbrauch auf Vorstandsseite zu verhindern, sind an diesen jedoch Nachweis strenge Anforderungen zu stellen.

⁹⁴ Für eine Ausnahme von der Neutralitätspflicht: *Hopt* (Fn. 46) § 93 AktG Rz. 125; *Mertens* (Fn. 46), § 76 AktG Rz. 26; *Kort* in FS Lutter, 2000, S. 1421 (1436); *Hopt* in FS Lutter, 2000, S. 1361 (1393); *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553). Mit Einschränkungen: *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258 (272). A.A.: *Adams*, AG 1990, 243 (246).

⁹⁵ Weitere Beispiele bei *Hopt*, ZGR 1993, 534 (553 f.).