

BERND GRASSL

## Opt-in, Opt-out – alles klar in Europa?

### Zur Abwehr feindlicher öffentlicher Übernahmeangebote nach der Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie

#### I. Einleitung

Mit der Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote – „Übernehmerichtlinie“<sup>1</sup> – durch Gesetz vom 8. 7. 2006<sup>2</sup> hat der deutsche Gesetzgeber einen neuen Rahmen für europäische Übernahmen geschaffen. Mit der Richtlinie verfolgt der europäische Gesetzgeber das Ziel, für europäische öffentliche Übernahmeangebote eine einheitliche rechtliche Regelung in Form von Mindestvoraussetzungen festzulegen – Level Playing Field – sowie gemeinschaftsweit ein angemessenes Schutzniveau für Aktionäre zu gewährleisten.<sup>3</sup>

Der Verabschiedung der Übernehmerichtlinie war ein fast 30-jähriges Tauziehen vorausgegangen.<sup>4</sup> Stein des Anstoßes war dabei seit je insbesondere auch die Frage, ob, und wenn ja, in welchem Umfang, es der Verwaltung der Zielgesellschaft erlaubt sein soll, im Fall eines feindlichen öffentlichen Übernahmeangebots Maßnahmen zu dessen Abwehr zu ergreifen. Gerade hierzu jedoch konnte auch in der Richtlinie aus dem Jahr 2004 keine europaweit einheitliche Regelung getroffen werden. Vielmehr beschränkt sich die europäische Regelung bei der Frage der Zulässigkeit von Verteidigungsmaßnahmen gegen feindliche öffentliche Übernahmen und darüber hinaus bei der Frage einer Wirksamkeitsdurchbrechung von den Bieter beeinträchtigenden Beschränkungen – etwa Mehrstimmrechten oder Vinkulierungen – auf eine Kompromisslösung, die es den Mitgliedstaaten erlaubt, entsprechende Ausnahmeregelungen vorzusehen.<sup>5</sup> Hier-

---

<sup>1</sup> ABl. EG Nr. L 142 vom 30. 4. 2004, S. 12.

<sup>2</sup> „Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz)“ vom 8. 7. 2006, BGBl. I 2006, 1426.

<sup>3</sup> Vgl. Erwägung Nr. 25 der Übernehmerichtlinie.

<sup>4</sup> Ausführlich zur Vorgeschichte der Richtlinie und zu den verschiedenen Entwürfen seit der Vorlage des „Pennington-Entwurfs“ im Jahr 1974 *Graßl*, Die Finanzierung öffentlicher Übernahmetransaktionen und die besondere Rolle sachverständiger Dritter während des Angebotsverfahrens, 2003, S. 21 ff.; *Pötzsch*, in: *Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG, 2005, Einl. Rn. 60 ff.; *Schüppen*, in: *Haarmann/Schüppen*, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 2. Aufl. 2005, Einl. Rn. 14 ff.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff., jeweils m. w. N.

<sup>5</sup> Vgl. Erwägung Nr. 21 der Übernehmerichtlinie; ausführlich zur Entwicklung des Rechtssetzungsverfahrens *Maul/Muffat-Jeandet*, AG 2004, 221 ff., 306 ff.; *Pötzsch*, in: *Assmann/Pötzsch/*

nach ist es dem nationalen Gesetzgeber jeweils gestattet, von dem mit der Übernahmerichtlinie geschaffenen „europäischen Konzept“ zur Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen und zur Durchbrechung von Übernahmehindernissen abzuweichen – „Opt-out“<sup>6</sup> –, wobei jedoch in einem solchen Fall den Gesellschaften in dem betreffenden Mitgliedstaat die Möglichkeit gegeben werden muss, sich gleichwohl für die Geltung des europäischen Konzepts zu entscheiden, „Opt-in“.<sup>7</sup>

Die europäischen Regeln sehen in Bezug auf die Abwehr feindlicher öffentlicher Übernahmeangebote eine Pflicht der Verwaltung zur Wahrung strikter Neutralität vor.<sup>8</sup> Gleichzeitig setzt die Richtlinie einzelvertragliche oder laut der Satzung bestehende Übernahmehindernisse außer Kraft.<sup>9</sup> Um jedoch zu verhindern, dass Gesellschaften, die im Wege des Opt-out von gerade diesen Regelungen befreit sind, einen Wettbewerbsvorteil gegenüber solchen Gesellschaften erlangen, die selbst – nach der Richtlinie – zu einer strengeren Neutralität verpflichtet sind, ist es den Mitgliedstaaten wiederum gestattet, jenen Gesellschaften die Möglichkeit einzuräumen, sich im Wege des „Gegenseitigkeitsvorbehalts“ von der Anwendung des europäischen Konzepts zu befreien, wenn sie Ziel eines Übernahmeangebots werden, bei dem der Bieter selbst gerade nicht den Regeln der Richtlinie unterliegt.<sup>10</sup>

Mit der Einfügung der §§ 33 a und 33 b in das deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) hat der Gesetzgeber von seinem Recht zum Opt-out sowohl in Bezug auf das Verteidigungsverhalten der Zielgesellschaft als auch auf die Geltung bestehender Übernahmehindernisse Gebrauch gemacht. Damit stehen zum einen das strenge europäische Verbot und zum anderen die Durchbrechung von Übernahmehindernissen jeweils unter dem Vorbehalt eines Opt-in durch die Zielgesellschaft. Um allerdings gleichwohl einheitliche Ausgangsbedingungen im Sinne eines Level Playing Field auf dem Markt für Unternehmensübernahmen herzustellen,<sup>11</sup> gestattet es die ebenfalls neu eingefügte Vorschrift des § 33 c WpÜG solchen Gesellschaften, die sich für einen Opt-in entschieden haben, durch die Hauptversammlung zu beschließen, dem europäischen Konzept wiederum dann nicht zu unterliegen, wenn sie Ziel eines Übernahmeangebots werden, bei dem der Bieter oder ein ihn beherrschendes Unternehmen den europäischen Regeln selbst nicht unterliegt.<sup>12</sup> Der deut-

---

*Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), Einl. Rn. 60 ff.; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 ff.; *Wiesner*, ZIP 2004, 343 ff.

<sup>6</sup> Art. 12 Abs. 1 der Übernahmerichtlinie.

<sup>7</sup> Art. 12 Abs. 2 der Übernahmerichtlinie.

<sup>8</sup> Art. 9 Abs. 2, 3 der Übernahmerichtlinie.

<sup>9</sup> Art. 11 der Übernahmerichtlinie.

<sup>10</sup> Art. 12 Abs. 3 der Übernahmerichtlinie; hierzu *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG, Stand: Mai 2007, § 33 c Rn. 3; *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 (234); *dies.*, AG 2006, 301 (312).

<sup>11</sup> Vgl. „Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz)“, BT-Drs. 16/1003, 14, li. Sp.

<sup>12</sup> Zur Umsetzung der Übernahmerichtlinie und zur Entscheidung zwischen Opt-in und Opt-out in anderen europäischen Ländern *Knott*, NZG 2005, 849 f.

sche Gesetzgeber hat damit den ihm nach der Richtlinie zustehenden Spielraum voll ausgeschöpft. Die hieraus folgenden Neuregelungen der §§ 33 a ff. WpÜG sollen nachfolgend dargestellt und analysiert werden.

## II. Das „Europäische Verhinderungsverbot“, § 33 a WpÜG

Die schon bisher geltende Regelung des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG konstituiert den Grundsatz, dass der Vorstand der Zielgesellschaft von der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots keine Handlungen vornehmen darf, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Dies gilt jedoch nach § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG nicht für Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte, für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot („white knight“) oder für Handlungen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat. Darüber hinaus gestattet es § 33 Abs. 2 WpÜG dem Vorstand der Zielgesellschaft, solche Maßnahmen zu ergreifen, die zwar in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen, zu denen die Hauptversammlung den Vorstand aber bereits vor der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots – im Wege eines Vorratsbeschlusses – ermächtigt hat; zu den hiernach zulässigen Handlungen zählen etwa die Schaffung eines genehmigten Kapitals oder der Rückerwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG.<sup>13</sup>

In Übereinstimmung mit dem Optionsmodell steht die Geltung des „allgemeinen Verhinderungsverbots“ nunmehr zur Disposition der Zielgesellschaft. § 33 a Abs. 1 WpÜG gestattet in der Satzung vorzusehen, dass § 33 WpÜG keine Anwendung findet, wobei allerdings in einem solchen Fall zwingend die Regelungen des „Europäischen Verhinderungsverbots“ des § 33 a Abs. 2 WpÜG gelten.

### 1. Der Opt-in der Zielgesellschaft

#### a) Mögliche Gründe für eine Opt-in-Entscheidung

Die möglichen Gründe für eine Unterwerfung der Zielgesellschaft unter das strenge Europäische Verhinderungsverbot sind vielfältig. Zum einen kann etwa die Entscheidung für einen Opt-in des europäischen Konzepts auf eine erhoffte Steigerung der Attraktivität der Zielgesellschaft für Übernahmen zurückgehen.<sup>14</sup> Die Anwendung des strikten Europäischen Verhinderungsverbots vermag die Wahrscheinlichkeit der Abgabe eines Übernahmeangebots zu erhöhen, was sich regelmäßig in einem höheren Börsenkurs ausdrücken wird.<sup>15</sup> In der Regel wird sich also die Hauptversammlung für einen Opt-in dann entscheiden, wenn auf-

<sup>13</sup> Grunewald, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 Rn. 76.

<sup>14</sup> Seibt/Heiser, AG 2006, 301 (312).

<sup>15</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 8; ebenso Glade, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2007, § 33 a WpÜG Rn. 5, sowie Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, 2. Aufl. 2007, § 33 a Rn. 5.

grund dieser Entscheidung mit einem Bewertungsaufschlag für das Unternehmen am Kapitalmarkt gerechnet werden kann.<sup>16</sup> Darüber hinaus kann die Anwendung der europäischen Regeln auch als Zeichen der Stärke angesehen werden, da hierdurch dem Kapitalmarkt signalisiert wird, dass sich die Gesellschaft zum Schutz vor Übernahmen schlichtweg auf ihren eigenen, entsprechend höheren Börsenkurs verlässt.<sup>17</sup> Schließlich kann die Implementierung des Europäischen Verhinderungsverbots auch aus taktischen Gründen sinnvoll sein: Unterwirft sich eine Gesellschaft dem strikten Verhinderungsverbot, so können hierdurch Übernahmen, bei denen die Gesellschaft selbst als Bieter auftritt, insofern erleichtert werden, als die Unterwerfung unter das europäische Konzept verhindert, dass sich potentielle Zielgesellschaften unter Anwendung des Gegenseitigkeitsvorbehalts von der Geltung der europäischen Regeln befreien und in größerem Umfang Abwehrmaßnahmen ergreifen können.<sup>18</sup>

### b) Der Opt-in als Satzungsänderung

Für die Unterwerfung der Zielgesellschaft unter das Europäische Verhinderungsverbot bedarf es einer Änderung der Satzung; gemäß § 33 a Abs. 1 Satz 1 WpÜG kann die Satzung vorsehen, dass § 33 WpÜG keine Anwendung findet. Hiermit wird zugleich klargestellt, dass die Entscheidung für einen Opt-in ausschließlich im Wege der Satzungsänderung erfolgen kann und jede andere Willensäußerung der Hauptversammlung für die Verwaltung unbeachtlich ist. Entsprechend wäre auch eine Erklärung des Vorstands oder des Aufsichtsrats, den europäischen Regeln folgen zu wollen, ohne Bedeutung. Vielmehr kann eine außerhalb der Satzung abgegebene Erklärung die Organe der Zielgesellschaft nicht binden und es gilt das allgemeine Verhinderungsverbot des § 33 WpÜG.<sup>19</sup>

Für die Festschreibung des Europäischen Verhinderungsverbots in der Satzung gelten die allgemeinen aktienrechtlichen Bestimmungen über Satzungsänderungen.<sup>20</sup> Es bedarf daher gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 5, 179 Abs. 2 Satz 1 AktG – vorbehaltlich einer abweichenden Bestimmung in der Satzung – eines Beschlusses der Hauptversammlung mit einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals sowie zusätzlich gemäß § 133 Abs. 1 AktG der einfachen Stimmenmehrheit. Mit der Eintragung im Handelsregister wird die Satzungsänderung wirksam (§ 181 Abs. 3 AktG).

## 2. Die Regelungen des Europäischen Verhinderungsverbots

Das Europäische Verhinderungsverbot gebietet der Verwaltung die Wahrung strikter Neutralität. Nach § 33 a Abs. 2 Satz 1 WpÜG dürfen Vorstand und Auf-

<sup>16</sup> Röh, in: *Haarmann/Schüppen*, Frankfurter Kommentar zum WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 36.

<sup>17</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 8; ebenso Glade, in: *Heidel* (Fn. 15), § 33 a WpÜG Rn. 5.

<sup>18</sup> Seibt/Heiser, AG 2006, 301 (312); ebenso Glade, in: *Heidel* (Fn. 15), § 33 a WpÜG, Rn. 5; Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 8; Steinmeyer, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 5.

<sup>19</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 11.

<sup>20</sup> BT-Drs. 16/1003, 19, re. Sp.

sichtsrat von der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Ebenso wie im Rahmen des allgemeinen Verhinderungsverbots sind jedoch bestimmte Handlungen gleichwohl zulässig, etwa Handlungen auf der Grundlage eines Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung oder Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs.

*a) Vorstand und Aufsichtsrat als Adressaten des Neutralitätsgebots*

Anders als die Neutralitätspflicht gemäß § 33 WpÜG richtet sich das Europäische Verhinderungsverbot nicht allein an den Vorstand der Zielgesellschaft, sondern darüber hinaus auch an den Aufsichtsrat. Hiermit folgt der Gesetzgeber der Vorgabe in Art. 9 Abs. 6 der Richtlinie, nach dem das Verhinderungsverbot in dem Fall einer dualistischen Leitungsstruktur ausdrücklich sowohl an den Vorstand als auch an den Aufsichtsrat gerichtet ist. Ob dabei der Aufsichtsrat in seiner Funktion als Überwachungsorgan tätig wird, etwa auf der Grundlage eines Zustimmungsvorbehalts gemäß § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG, oder ob er als Verwaltungsorgan tätig wird, etwa im Rahmen seiner Personalkompetenz, ist insoweit unbeachtlich;<sup>21</sup> das Europäische Verhinderungsverbot trifft den Aufsichtsrat in seiner Verwaltungsfunktion ebenso wie in seiner Überwachungsfunktion.<sup>22</sup>

*b) Der Inhalt des Europäischen Verhinderungsverbots*

Das Verhinderungsverbot des § 33 a Abs. 2 Satz 1 WpÜG untersagt der Verwaltung der Zielgesellschaft, Handlungen vorzunehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Erfasst werden davon – ebenso wie unter Geltung des nationalen Verhinderungsverbots<sup>23</sup> – grundsätzlich alle Maßnahmen des Vorstands und des Aufsichtsrats, die objektiv geeignet sind, ein Übernahmeangebot zu verhindern.<sup>24</sup> Allerdings muss die betreffende Handlung eine gewisse Erheblichkeit entfalten; Handlungen von lediglich untergeordneter Bedeutung fehlt es bereits an der objektiven Geeignetheit zur Verhinderung des Angebots.<sup>25</sup>

Zur Verhinderung geeignete Handlungen sind etwa die Ausgabe neuer Aktien durch die Zielgesellschaft in nicht unerheblicher Anzahl, die Ausgabe einer nicht unerheblichen Menge Options- oder Wandelanleihen, der Rückerwerb eigener

<sup>21</sup> Vgl. zum allgemeinen Verhinderungsverbot des § 33 WpÜG *Friedl*, NZG 2006, 422 f.; *Hirte*, in: *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 1. Aufl. 2003, § 33 Rn. 49; *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 78; *Röh*, in: *Haarmann/Schüppen*, *Frankfurter Kommentar zum WpÜG* (Fn. 4), § 33 Rn. 79.

<sup>22</sup> *Friedl*, NZG 2006, 422 (423); ebenso *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 32.

<sup>23</sup> Vgl. etwa *Glade*, in: *Heidel* (Fn. 15), § 33 WpÜG Rn. 6; *Grunewald*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 Rn. 26; *Hirte*, in: *Kölner Kommentar zum WpÜG* (Fn. 21), § 33 Rn. 55; *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 83 f.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 (4).

<sup>24</sup> BT-Drs. 16/1003, 19, re. Sp.

<sup>25</sup> *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 36.

Aktien, die Veräußerung von Aktivvermögen durch die Gesellschaft, sofern es dem Bieter auf die betreffenden Vermögensgegenstände ankommt, ein Gegenangebot der Zielgesellschaft auf die Anteile an dem Bieter, die Schaffung kartellrechtlicher Probleme durch den Hinzuerwerb von Vermögen sowie Absprachen mit Aktionären, aufgrund derer diese verpflichtet sind, ihre Anteile nicht zu verkaufen; nicht verboten sind hingegen etwa die angemessene Werbung gegen die Annahme des Angebots, die Verteidigung gegen ein Angebot mit Argumenten oder ein Hinweisen der Kartellbehörden auf mögliche kartellrechtliche Probleme bei der Übernahme.<sup>26</sup>

### c) Ausnahmen von dem strikten Verhinderungsverbot

Ebenso wie im Rahmen des allgemeinen Verhinderungsverbots sind auch unter Geltung des Europäischen Verhinderungsverbots bestimmte Handlungen zulässig, auch wenn durch sie der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Ausgenommen von dem Verbot sind nach § 33 a Abs. 2 Satz 2 WpÜG Handlungen des Vorstands oder des Aufsichtsrats auf der Grundlage eines Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung, Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs, Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs, sofern sie der Umsetzung von bereits vor der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots gefassten Entscheidungen dienen, und die Suche nach einem konkurrierenden Angebot. Hierdurch werden die in Art. 9 Abs. 2, 3 und 5 der Richtlinie enthaltenen Ausnahmen von dem strengen Verhinderungsverbot umgesetzt;<sup>27</sup> der Katalog ist abschließend.<sup>28</sup>

#### aa) Handlungen auf der Grundlage eines Ermächtigungsbeschlusses

##### (1) Der Zeitpunkt der Ermächtigung

Das Europäische Verhinderungsverbot gilt nach § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 WpÜG nicht für Handlungen, zu denen die Hauptversammlung den Vorstand oder Aufsichtsrat nach der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots ermächtigt hat. Zwar kennt auch das Verhinderungsverbot gemäß § 33 WpÜG eine Ermächtigungsentscheidung zugunsten der Verwaltung – zulässig sind hiernach Maßnahmen, für die zwar grundsätzlich die Hauptversammlung zuständig ist, zu deren Vornahme jedoch die Hauptversammlung den Vorstand ermächtigt hat<sup>29</sup> –, allerdings ist dort der Hauptversammlungsentscheid als Vorratsbeschluss ausgestaltet, wohingegen bei einem Opt-in der Zielgesellschaft die Ermächtigung zwingend erst nach der Veröffentlichung der Entscheidung

<sup>26</sup> Zu von dem Verhinderungsverbot des § 33 WpÜG – und damit auch des § 33 a WpÜG – erfassten Handlungen etwa Grunewald, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 Rn. 27 ff.; Hirte, (Fn. 21), § 33 Rn. 55 ff.; Krause/Pöttsch, in: Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider, WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 88 ff.; Röh, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Kommentar zum WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 112 ff.

<sup>27</sup> BT-Drs. 16/1003 (Fn. 11), S. 19, re. Sp.

<sup>28</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 38; Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 9.

<sup>29</sup> Hierzu bereits oben unter II.

des Bieters zur Abgabe eines Angebots erteilt werden kann.<sup>30</sup> Die Ermächtigung unter Geltung der europäischen Regeln stellt also gerade keine Ermächtigung auf Vorrat dar, sondern wird erst in einer konkreten Übernahme-situation gewährt.<sup>31</sup>

### (2) Die Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung

Da die Ermächtigung erst nach der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots erteilt werden kann, wird dies regelmäßig auf einer eigens hierzu anberaumten Hauptversammlung erfolgen; für die Einberufung und Durchführung können die Erleichterungen des § 16 Abs. 4 WpÜG genutzt werden, insbesondere die auf zwei Wochen verkürzte Frist.<sup>32</sup>

Einer Berichterstattung durch die Verwaltung bedarf es jeweils nur in Abhängigkeit von der Maßnahme, für die die Ermächtigung erteilt werden soll, etwa gemäß § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG für den Fall einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts. Der Umstand an sich, dass es sich bei dem Beschluss um eine Ermächtigung gemäß § 33 a WpÜG handelt, begründet noch keine Pflicht zur gesonderten Berichterstattung. Insoweit gilt nichts anderes als für die Fassung von Vorratsbeschlüssen gemäß § 33 WpÜG.<sup>33</sup>

### (3) Der Inhalt der Ermächtigung

Anders als die Ermächtigung zur Überwindung des allgemeinen Verhinderungsverbots beschränkt sich die Möglichkeit zur Befreiung von dem Verbot des § 33 a WpÜG nicht auf Maßnahmen, die in der Zuständigkeit der Hauptversammlung liegen. Vielmehr kann die Hauptversammlung den Vorstand oder Aufsichtsrat zu jeder Handlung ermächtigen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte.<sup>34</sup> Denkbar sind insoweit insbesondere die Veräußerung von Betriebsteilen oder wesentlichen Beteiligungen, gleichzeitig kommen aber etwa auch die Vornahme außergewöhnlicher Kapital- und Finanzierungsmaßnahmen<sup>35</sup> oder die Ermächtigung der Verwaltung zur Abgabe eines Gegenangebots in Betracht.<sup>36</sup>

In dem Beschluss muss die Maßnahme, zu der der Vorstand oder Aufsichtsrat ermächtigt sein soll, hinreichend bestimmt sein. So ist erforderlich, dass die Maßnahme eindeutig von anderen Maßnahmen unterschieden werden kann. Ebenso muss der Beschluss die wesentlichen Eckpunkte der Verteidigungshandlung nennen. Insgesamt muss zweifelsfrei feststehen, zu welcher Handlung die

<sup>30</sup> Vgl. Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 40.

<sup>31</sup> BT-Drs. 16/1003, (Fn. 11), S. 19, re. Sp.

<sup>32</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 41.

<sup>33</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 41; zu § 33 WpÜG vgl. LG München, ZIP 2005, 352, 353 ff.; Grunewald, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 Rn. 84; Krause/Pötzsich, in: *Assmann/Pötzsich/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 231; Schlitt, in: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Aufl. 2004, § 33 WpÜG, Rn. 223; anders Ekkenga, in: *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, WpÜG, 2003, § 33 Rn. 80; wiederum anders Hirte, in: *Kölner Kommentar zum WpÜG* (Fn. 21), § 33 Rn. 106, 116 (Berichtspflicht bei Ausübung der Ermächtigung).

<sup>34</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 40.

<sup>35</sup> Zur Änderung der Finanzierungsstruktur der Zielgesellschaft als Abwehrmaßnahme vgl. Schlitt, in: *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Fn. 33), § 33 WpÜG Rn. 104.

<sup>36</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 45.

Verwaltung ermächtigt ist.<sup>37</sup> Gleichzeitig kann jedoch die Hauptversammlung über die konkret zur Abstimmung gestellte Maßnahme hinaus keine Weisung zur Vornahme weiterer Abwehrhandlungen erteilen; ebenso unzulässig ist eine Verknüpfung der Ermächtigung mit Maßnahmen, die nicht zur Abstimmung stehen.<sup>38</sup>

*bb) Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs*

*(1) Vermeidung einer unangemessenen Beeinträchtigung*

Das Europäische Verhinderungsverbot gilt nach § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 WpÜG auch nicht für Handlungen, die innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs liegen. Die Ausnahme dient – ebenso wie der Vorbehalt unter dem allgemeinen Verhinderungsverbot zugunsten der Handlungen eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters<sup>39</sup> – dem Zweck, die Zielgesellschaft in einem Übernahmekampf nicht unangemessen in ihrer allgemeinen Handlungsfähigkeit zu beeinträchtigen.<sup>40</sup> Dementsprechend können Vorstand und Aufsichtsrat auch nach der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots Handlungen vornehmen, die zwar zur Verhinderung des Angebots geeignet sind, sich jedoch im Rahmen des normalen Geschäftsgangs halten.<sup>41</sup>

*(2) Beginn der Umsetzung bereits vor der Angebotsphase?*

Der Wortlaut der Vorschrift erklärt Handlungen der Verwaltung innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs uneingeschränkt für zulässig, unabhängig davon, ob mit ihrer Umsetzung bereits vor der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots begonnen wurde – wie dies gemäß § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 WpÜG für die Zulässigkeit von Handlungen erforderlich ist, die außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs liegen<sup>42</sup> – oder ob sie erst nach diesem Zeitpunkt getroffen und teilweise umgesetzt wurden. Insoweit wird vorgebracht, die Bestimmung sei im Wege der richtlinienkonformen Auslegung so zu lesen, dass sie lediglich solche vereitelungsgeeigneten Maßnahmen vom Verhinderungsverbot freistelle, mit denen bereits vor der Angebotsphase getroffene Entscheidungen umgesetzt werden. Zur Begründung wird auf Art. 9 Abs. 3 der Richtlinie verwiesen, demzufolge Entscheidungen, die weder teilweise noch vollständig umgesetzt worden sind, der Zustimmung oder Bestätigung der Hauptversammlung bedürfen, wenn diese Entscheidungen außerhalb des normalen Geschäftsverlaufs gefasst wurden und ihre Umsetzung dazu führen könnte, dass das Angebot vereitelt wird. Hieraus könne jedoch nicht der Schluss gezogen werden, Entscheidungen innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs seien generell zulässig, also auch dann, wenn sie erst nach dem Beginn der Angebotsphase gefasst wurden. Einziger Gegenschluss aus Art. 9 Abs. 3 sei vielmehr, dass eine Zustimmung oder Bestätigung der Hauptversammlung nicht für solche

<sup>37</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 43.

<sup>38</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 44.

<sup>39</sup> Hierzu bereits oben unter II.

<sup>40</sup> BT-Drs. 16/1003 (Fn. 11), S. 19, re. Sp.

<sup>41</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 46.

<sup>42</sup> Hierzu sogleich unter cc).

Entscheidungen erforderlich ist, die zwar bis zum Beginn der Angebotsphase weder teilweise noch vollständig umgesetzt wurden, die aber eben nicht außerhalb, sondern – im Gegensatz dazu – innerhalb des normalen Geschäftsverlaufs liegen; über nach dem Beginn der Angebotsphase getroffene Entscheidungen besage die Regelung nichts.<sup>43</sup>

Zuzugeben ist, dass der Ausnahmetatbestand des Art. 9 Abs. 3 der Richtlinie nur solche Entscheidungen erfasst, die bereits vor dem Beginn der Angebotsphase getroffen wurden. Gleichwohl ist die Vorschrift des § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 WpÜG richtlinienkonform dahingehend auszulegen, dass sämtliche innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs getroffenen Entscheidungen von dem Verhinderungsverbot ausgenommen sind. Art. 9 Abs. 3 privilegiert erkennbar im normalen Geschäftsverlauf getroffene Entscheidungen. Sie dürfen nach der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots umgesetzt werden, auch wenn sie zu diesem Zeitpunkt noch nicht getroffen wurden oder mit ihrer Umsetzung noch nicht begonnen wurde.<sup>44</sup> Darüber hinaus soll zwar nach den Erwägungen zur Übernahmerichtlinie Handlungen vorgebeugt werden, durch die das Angebot vereitelt werden könnte, und es sollen zu diesem Zweck die Befugnisse der Verwaltung zur Vornahme außergewöhnlicher Handlungen beschränkt werden, gleichwohl soll jedoch die Zielgesellschaft in ihrer normalen Geschäftstätigkeit nicht unangemessen behindert werden.<sup>45</sup> Insgesamt besteht daher eine generelle Ausnahme von dem Verbot des § 33 a WpÜG für Handlungen der Verwaltung innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs. Jedes andere Verständnis würde die Zielgesellschaft unangemessen in ihrer Handlungsfähigkeit beeinträchtigen; nur so lässt sich gewährleisten, dass die Gesellschaft ihren Geschäftsbetrieb im üblichen Umfang fortführen kann.<sup>46</sup>

### (3) Zulässige Handlungen innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs

Zulässig sind Handlungen der Verwaltung innerhalb des normalen Geschäftsbetriebs. Wann eine Handlung dem normalen Geschäftsbetrieb zuzuordnen ist, ist im Einzelfall bezogen auf die Gesellschaft unter Berücksichtigung insbesondere des Unternehmensgegenstands und der konkreten Geschäftstätigkeit zu beurteilen.<sup>47</sup> Umfasst ist aber jedenfalls die Fortführung des Tagesgeschäfts. Die Gesellschaft ist also berechtigt, schon vor der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots begründete vertragliche Pflichten zu erfüllen und darüber hinaus auch weitere Geschäfte einzugehen, wie dies bereits zuvor der Fall war.<sup>48</sup> Hingegen dürften solche Handlungen regelmäßig nicht mehr als

<sup>43</sup> Glade, in: *Heidel* (Fn. 15), § 33 a WpÜG Rn. 16; *Krause*, BB 2004, 113 (114); *Krause/Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 28; *Schüppen*, BB 2006, 165 (166); *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 (223); *dies.*, AG 2006, 301 (311).

<sup>44</sup> *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 48.

<sup>45</sup> Vgl. Erwägung Nr. 16 der Übernahmerichtlinie; so *Glade/Haak/Hellich*, Der Konzern 2004, 515 (519); *Hopt/Müllbert/Kumpfan*, AG 2005, 109, 112; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 11.

<sup>46</sup> *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 48; *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 11.

<sup>47</sup> *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 12.

<sup>48</sup> *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 51.

Handlungen des normalen Geschäftsbetriebs anzusehen sein, die einer Zustimmung durch den Aufsichtsrat bedürfen, sowie Handlungen, für die nach Ziffer 3.3 des Deutschen Corporate-Governance-Kodex an sich ein Zustimmungsvorbehalt zugunsten des Aufsichtsrats geboten wäre, also insbesondere Entscheidungen oder Maßnahmen, die die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft grundlegend verändern.<sup>49</sup>

*cc) Handlungen außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs*

Zulässig sind nach § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 WpÜG auch Handlungen, die zwar außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs liegen, jedoch der Umsetzung von Entscheidungen dienen, die schon vor der Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots gefasst und auch teilweise umgesetzt wurden. Außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs liegen Vorfälle, denen im Einzelfall bezogen auf die Gesellschaft eine besondere Bedeutung zukommt. Dies kann sich aus der Eigenart des Geschäfts an sich ergeben, aus seiner Größe oder seiner Risikoträchtigkeit.<sup>50</sup> Für die Zulässigkeit solcher Handlungen müssen die entsprechenden Entscheidungen bereits vor dem Beginn der Angebotsphase getroffen und auch teilweise umgesetzt worden sein.

*(1) Die Entscheidung der Verwaltung*

Die Entscheidung der Verwaltung zur Vornahme einer außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs liegenden Handlung ist getroffen, wenn sämtliche nach den für die Gesellschaft geltenden Regularien erforderlichen Voraussetzungen vorliegen. Bedarf eine Maßnahme der Zustimmung des Gesamtvorstands, so ist die Entscheidung erst dann getroffen, wenn ein entsprechender Beschluss des Gesamtvorstands gefasst wurde. Ist darüber hinaus die Zustimmung des Aufsichtsrats erforderlich, etwa aufgrund eines Zustimmungsvorbehalts gemäß § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG, so liegt eine Entscheidung im Sinne des § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 WpÜG erst dann vor, wenn die Zustimmung durch entsprechenden Beschluss des Aufsichtsrats erteilt wurde.<sup>51</sup> Maßgeblicher Zeitpunkt diesbezüglich ist jeweils die Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots gemäß § 10 Abs. 3 Satz 1 WpÜG.<sup>52</sup>

*(2) Teilweise Umsetzung der Entscheidung*

Die Entscheidung muss bereits teilweise umgesetzt sein. Insoweit wird vertreten, von der teilweisen Umsetzung könne nur dann ausgegangen werden, wenn der Beginn der Umsetzung durch die Zielgesellschaft objektiv nachprüfbar sei und sich nach außen manifestiert habe.<sup>53</sup> Tatsächlich jedoch dürfte sich das Erfordernis einer Manifestation nach außen in einer Vielzahl der Fälle als zu eng erweisen. Die Umsetzung unternehmerischer Entscheidungen – und insbesondere

<sup>49</sup> Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 12.

<sup>50</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 54.

<sup>51</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 55.

<sup>52</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 55, auch zu der Frage der Rückwirkung einer nachträglich erteilten Genehmigung; ebenso Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 14.

<sup>53</sup> Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 a Rn. 14.

von Entscheidungen, die, wie hier, außerhalb des normalen Geschäftsbetriebs liegen – erfordert regelmäßig die Vornahme und Vorbereitung mehrerer, auch lediglich interner Schritte. Zu denken ist hier etwa an Gespräche zwischen Vorstand und Aufsichtsrat oder an die Erstellung eines ersten Gutachtens durch die interne Rechtsabteilung. Erforderlich, aber auch ausreichend ist daher, dass die Umsetzung der Entscheidung zwar bereits in die Wege geleitet wurde, nicht erforderlich hingegen ist, dass die Umsetzung der Entscheidung die Sphäre der Zielgesellschaft bereits verlassen hat; vielmehr sind auch lediglich interne Umsetzungshandlungen ausreichend.<sup>54</sup>

*dd) Die Suche nach einem konkurrierenden Angebot*

Von dem Europäischen Verhinderungsverbot ausgenommen ist schließlich gemäß § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 WpÜG auch die Suche nach einem konkurrierenden Angebot. Die Abgabe eines Angebots durch einen zweiten Bieter stellt für die Aktionäre eine weitere Entscheidungsalternative dar<sup>55</sup> und läuft insofern dem Normzweck des Verhinderungsverbots, die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre zu schützen, nicht zuwider.<sup>56</sup> Entsprechend großzügig ist der Handlungsspielraum der Verwaltung bei der Suche nach einem Konkurrenzangebot zu bemessen, so dass grundsätzlich alle Maßnahmen zulässig sind, die vernünftigerweise in Zusammenhang mit der Suche nach einem solchen Angebot stehen.<sup>57</sup> In Betracht kommen etwa die Beauftragung von Beratern und Investmentbanken, das Ansprechen möglicher Investoren, Verhandlungen mit Interessenten sowie insbesondere die Entwicklung eines gemeinsamen unternehmerischen Konzepts für die Führung der Gesellschaft nach einer erfolgreichen Übernahme.<sup>58</sup> Von Bedeutung ist regelmäßig auch die Offenlegung von Informationen gegenüber dem Bieter zur Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung,<sup>59</sup> die Unterstützung bei der Erstellung der Angebotsunterlage<sup>60</sup> und schließlich die gemeinsame Vorabklärung mit Kartell- oder Aufsichtsbehörden.<sup>61</sup>

<sup>54</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 56.

<sup>55</sup> Schlitt, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, § 33 WpÜG Rn. 151, zu § 33 WpÜG; vgl. insoweit auch Hirte, in: Kölner Kommentar zum WpÜG (Fn. 21), § 33 Rn. 75; Krause/Pöttsch, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 163; zu § 33 a WpÜG vgl. Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 59.

<sup>56</sup> BT-Drs. 16/1003, 19, re. Sp.; vgl. Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 59.

<sup>57</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 59 f.

<sup>58</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 60.

<sup>59</sup> Zu der Frage, ob in einem solchen Fall dem ursprünglichen Bieter dieselben Informationen zur Verfügung gestellt werden müssen wie nunmehr dem konkurrierenden Bieter einerseits Hirte, in: Kölner Kommentar zum WpÜG (Fn. 21), § 33 Rn. 77; Hopt, ZGR 2002, 333 (358); andererseits Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 60; Krause, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 22, Rn. 94 ff.; Krause/Pöttsch, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 33 Rn. 170, jeweils m. w. N.

<sup>60</sup> Grunewald, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 Rn. 58.

<sup>61</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 a Rn. 60.

### III. Die „Europäische Durchbrechungsregel“, § 33 b WpÜG

Neben dem Opt-out in Bezug auf das Verteidigungsverhalten der Zielgesellschaft hat sich der deutsche Gesetzgeber auch für einen Opt-out betreffend die Geltung von Übernahmehindernissen entschieden. Entsprechend gestattet es § 33 b Abs. 1 WpÜG in der Satzung vorzusehen, dass die Vorschriften der „Europäischen Durchbrechungsregel“ gemäß § 33 b Abs. 2 WpÜG gelten. In diesem Fall kommen in einer Übernahmesituation bestimmte Abwehrmechanismen wie Übertragungsbeschränkungen, Stimmbindungsverträge und Mehrstimmrechte nicht zur Anwendung.

#### 1. Der Opt-in der Zielgesellschaft

##### a) Mögliche Gründe für eine Opt-in-Entscheidung

Die möglichen Gründe für die Einführung der Europäischen Durchbrechungsregel entsprechen im Wesentlichen den Gründen für die Einführung des Europäischen Verhinderungsverbots.<sup>62</sup> Mit der Beseitigung von Übernahmehindernissen steigt die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme der Zielgesellschaft, was sich regelmäßig kurssteigernd auswirken wird. Gleichzeitig wird auch in einem Opt-in der Durchbrechungsregel ein Zeichen der Stärke der Zielgesellschaft zu sehen sein. Schließlich kann sich auch mit einer Entscheidung für die Durchbrechungsregel die Position der Gesellschaft bei der Abgabe eines eigenen Angebots verbessern, da hierdurch der dann wiederum betroffenen Zielgesellschaft die Berufung auf den Gegenseitigkeitsvorbehalt verwehrt ist.<sup>63</sup>

##### b) Der Opt-in als Satzungsänderung

Ebenso wie die Unterwerfung unter das Europäische Verhinderungsverbot kann auch die Einführung der Durchbrechungsregel alleine im Wege der Satzungsänderung erfolgen. Auch insoweit gelten die allgemeinen Vorschriften,<sup>64</sup> es bedarf also auch hier grundsätzlich eines Beschlusses der Hauptversammlung mit einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals sowie der einfachen Stimmenmehrheit; mit der Eintragung im Register wird die Satzungsänderung wirksam.<sup>65</sup>

<sup>62</sup> Hierzu bereits oben unter II. 1. a).

<sup>63</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (42f.); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33b Rn. 6.

<sup>64</sup> BT-Drs. 16/1003, 20, li. Sp.

<sup>65</sup> Vgl. bereits oben unter II. 1. b); zu der Frage, ob es für die Einführung der Europäischen Durchbrechungsregel neben den erforderlichen Mehrheiten zusätzlich der Zustimmung aller betroffener Aktionäre bedarf, einerseits Schüppen, BB 2006, 165 (167); andererseits Harbarth, ZGR 2007, 37 (41); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33b Rn. 14; Seibt/Heiser, AG 2006, 301 (314).

## 2. Der Inhalt der Europäischen Durchbrechungsregel

Die Europäische Durchbrechungsregel setzt für den Fall einer Übernahme-situation bestimmte Übernahmehindernisse außer Kraft. Gemäß § 33 b Abs. 2 Satz 1 WpÜG gelten während der Annahmefrist eines Übernahmeangebots<sup>66</sup> bestimmte Übertragungsbeschränkungen von Aktien nicht gegenüber dem Bieter, und es bleiben in einer Hauptversammlung, die über Abwehrmaßnahmen beschließt, Stimmbindungsverträge und Mehrstimmrechte außer Betracht; darüber hinaus entfalten in der ersten Hauptversammlung nach Abschluss des Übernahmeverfahrens, die auf Verlangen des Bieters einberufen wird, Stimmbindungsverträge sowie Entsende- und Mehrstimmrechte keine Wirkung.<sup>67</sup>

### a) Die Nichtgeltung von Übertragungsbeschränkungen

Gemäß § 33 b Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpÜG gelten während der Annahmefrist eines Übernahmeangebots satzungsmäßige, zwischen der Zielgesellschaft und Aktionären oder zwischen Aktionären untereinander vereinbarte Übertragungsbeschränkungen von Aktien nicht gegenüber dem Bieter. Erfasst sind hiernach nur satzungsmäßige oder vertragliche Übertragungshindernisse, nicht hingegen gesetzliche Übertragungsbeschränkungen, selbst wenn ihnen übernahmeverhindernde Zielrichtung zukommt.<sup>68</sup>

#### aa) Satzungsmäßige Übertragungsbeschränkungen

Die Europäische Durchbrechungsregel erfasst satzungsmäßige Übertragungsbeschränkungen. Gemeint sind in der Satzung vorgesehene Zustimmungserfordernisse für die rechtsgeschäftliche Übertragung von Aktien, in erster Linie Vinkulierungsbestimmungen gemäß § 68 Abs. 2 AktG.<sup>69</sup> Die Aktien können ohne Zustimmung an den Bieter übertragen werden.<sup>70</sup>

<sup>66</sup> Zu der Frage einer Anwendbarkeit der Durchbrechungsregel auf Pflichtangebote gemäß §§ 35 ff. WpÜG einerseits etwa *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 6; andererseits *Harbarth*, ZGR 2007, 37 (48); *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 21; *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 (314).

<sup>67</sup> Zu der hieraus folgenden Entschädigungspflicht des Bieters für Rechtsentzug gemäß § 33 b Abs. 5 WpÜG *Harbarth*, ZGR 2007, 37 (59 ff.).

<sup>68</sup> *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG, § 33 b Rn. 18; *Krause*, BB 2004, 113 (115); *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 (226); *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 7; gesetzliche Übertragungsbeschränkungen mit übernahmeverhindernder Zielrichtung sind zum einen etwa sogenannte „golden shares“, die auf Gesetz beruhen und gewissen Aktionären unmittelbar Sonderrechte einräumen; zum anderen sind von der Durchbrechungsregel satzungsmäßige Stimmrechts- oder Übertragungsbeschränkungen ausgenommen, die aufgrund gesetzlicher Regelungen zwingend vorzusehen sind, in Deutschland etwa die Sonderrechte nach dem VW-Gesetz oder die gesetzliche Vinkulierung nach dem LuftNaSiG, so *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 7, 9.

<sup>69</sup> BT-Drs. 16/1003, 20, li. Sp.

<sup>70</sup> *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 25; ebenso *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 8.

*bb) Vereinbarte Übertragungsbeschränkungen*

Die Durchbrechung gilt darüber hinaus für alle schuldrechtlichen Übertragungsbeschränkungen über Aktien, die zwischen der Zielgesellschaft und Aktionären oder zwischen Aktionären untereinander vereinbart wurden.<sup>71</sup> Hierzu zählt insbesondere das Erfordernis einer Zustimmung zur Aktienübertragung, sei es der Gesellschaft, eines Aktionärs, einer Aktionärsgruppe oder eines Aktionärs- oder Konsortialausschusses.<sup>72</sup> Gleichzeitig sind jedoch als Übertragungsbeschränkungen in diesem Sinne auch Vorkaufs- und Vorerwerbsrechte anzusehen, da ihre Nichterfüllung jeweils Schadensersatzansprüche gegen den Verpflichteten auslösen kann,<sup>73</sup> sowie darüber hinaus – angesichts ihrer funktionalen Vergleichbarkeit mit Vorkaufs- und Vorerwerbsrechten – Optionsrechte, deren Ausübbarkeit an die beabsichtigte Veräußerung von Aktien geknüpft ist.<sup>74</sup> Erfasst werden schließlich auch Haltevereinbarungen, aufgrund derer ein Aktionär seine Aktien während der Dauer eines bestimmten Zeitraums, etwa nach einer Börseneinführung oder Aktienplatzierung, nicht veräußern darf („lock-up“),<sup>75</sup> sowie Vertragsstrafeversprechen, die für den Fall einer Übertragung von Aktien an den Bieter eine Strafzahlung vorsehen.<sup>76</sup>

*cc) Die relative Nichtgeltung von Übertragungsbeschränkungen*

Übertragungsbeschränkungen gelten unter der Europäischen Durchbrechungsregel nicht gegenüber dem Bieter, die Durchbrechung wirkt lediglich relativ.<sup>77</sup> Unbeachtlich ist insoweit, ob die Übertragung an den Bieter im Wege der Annahme des Angebots oder außerhalb des Verfahrens vorgenommen wird – etwa in Form eines Paketkaufs –, solange sie nur während der Annahmefrist erfolgt.<sup>78</sup> Hingegen bleibt im Verhältnis zu Dritten die Übertragungsbeschränkung unberührt und gilt unverändert fort.<sup>79</sup>

*dd) Dauer der Nichtgeltung und Abwicklung des Angebotsverfahrens*

Die Übertragungsbeschränkung gilt nicht während der Annahmefrist für das Übernahmeangebot. Hierzu zählt nach überwiegender Ansicht nicht nur die gesetzliche Annahmefrist gemäß § 16 Abs. 1 WpÜG, sondern darüber hinaus auch

<sup>71</sup> Vgl. Harbarth, ZGR 2007, 37 (43f.); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 26 f.; Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 9.

<sup>72</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 28; ebenso Harbarth, ZGR 2007, 37 (43f.).

<sup>73</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (44); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 29; ebenso Glade, in: Heidel (Fn. 15), § 33 b WpÜG Rn. 7.

<sup>74</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (44); enger Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 29; differenzierend Meyer, WM 2006, 1135 (1140).

<sup>75</sup> Vgl. Seibt/Heiser, ZIP 2002, 2193 (2200).

<sup>76</sup> Glade, in: Heidel (Fn. 15), § 33 b WpÜG, Rn. 7; Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 32; Seibt/Heiser, ZIP 2002, 2193 (2200); dahingehend auch Harbarth, ZGR 2007, 37 (45).

<sup>77</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 34.

<sup>78</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (50); ebenso Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 34.

<sup>79</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (49); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 34.

die weitere Annahmefrist des § 16 Abs. 2 WpÜG. Dem ist insofern zuzustimmen, als die erweiterte Annahmefrist sicherstellen soll, dass diejenigen Aktionäre, die sich bislang nicht für die Annahme des Angebots entschieden haben, eine weitere Möglichkeit zur Veräußerung ihrer Aktien erhalten, um zu verhindern, dass sie sich nach Abschluss des Verfahrens in einer Minderheitsposition in einer Gesellschaft finden, für deren Aktien kein liquider Markt besteht.<sup>80</sup> Dies gilt jedoch gleichermaßen unter Anwendung der Durchbrechungsregel. Wollte man demgegenüber die Durchbrechungsregel auf die gesetzliche Annahmefrist begrenzen, könnten die betroffenen Aktionäre ihre Anteile nur bis zum Ende der gesetzlichen Annahmefrist veräußern und befänden sich damit in gerade der Zwangslage, die die Vorschrift des § 16 Abs. 2 WpÜG durch die Einräumung der weiteren Annahmefrist vermeiden will.<sup>81</sup> Es erscheint daher gerechtfertigt, in den Anwendungsbereich der Durchbrechungsregel auch die weitere Annahmefrist gemäß § 16 Abs. 2 WpÜG einzubeziehen.<sup>82</sup>

Für die Durchbrechungsregel ist unbeachtlich, ob die Übertragung der Aktien noch während der Annahmefrist oder erst nach dem Ende des Angebots erfolgt. Maßgebliches Ereignis ist allein die Annahme des Angebots durch den Aktionär.<sup>83</sup> Dem wird zwar entgegengehalten, der eindeutige Wortlaut – „während der Annahmefrist“ – verbiete eine Erweiterung der Geltungsdauer über das Ende der Annahmefrist hinaus.<sup>84</sup> Allerdings wäre es widersinnig, die Geltung der Durchbrechungsregel von dem zufälligen Ereignis des Eigentumsübergangs abhängig zu machen, zumal in einer Vielzahl der Fälle die Abwicklung des Angebots erst nach dem Ablauf der Annahmefrist erfolgt.<sup>85</sup> Die Durchbrechungsregel erfasst damit auch solche Übertragungen, die erst nach dem Ende der Annahmefrist erfolgen; entscheidend ist allein, dass der Rechtsgrund für die Übertragung während des Übernahmeverfahrens gesetzt wurde.<sup>86</sup>

### b) Die Nichtgeltung von Stimmrechtsregelungen

§ 33 b Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpÜG ordnet an, dass während der Annahmefrist eines Übernahmeangebots in einer Hauptversammlung, die über Abwehrmaßnahmen beschließt, Stimmbindungsverträge keine Wirkung entfalten und Mehrstimm-

<sup>80</sup> *Fleischer/Kalss*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmengesetz, 2002, S. 94; *Hasselbach*, in: *Kölner Kommentar zum WpÜG* (Fn. 21), § 16 Rn. 31 f.; *Scholz*, in: *Haarmann/Schüppen*, Frankfurter Kommentar zum WpÜG (Fn. 4), § 16 Rn. 16 f.; *Seiler*, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider*, WpÜG (Fn. 4), § 16 Rn. 28 ff.; *Thoma/Stöcker*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 16 Rn. 29 ff.; vgl. auch *Harbarth*, ZGR 2007, 37 (49); *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 36.

<sup>81</sup> *Harbarth*, ZGR 2007, 37 (49); *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 36.

<sup>82</sup> Im Ergebnis so auch *Krause*, BB 2004, 113 (115); *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 (224); *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 11.

<sup>83</sup> *Harbarth*, ZGR 2007, 37 (49).

<sup>84</sup> *Kiem*, in: *Baums/Thoma*, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 37.

<sup>85</sup> *Seibt/Heiser*, AG 2006, 301 (313); *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 11.

<sup>86</sup> *Steinmeyer*, in: *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 11; ebenso *Glade/Haak/Hellich*, *Der Konzern* 2004, 515 (522); *Harbarth*, ZGR 2007, 37 (49); *Krause*, BB 2004, 113 (115); *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, 200 (224); *dies.*, AG 2006, 301 (313).

rechtsaktien zu nur einer Stimme berechtigen. Unter Stimmbindungsverträgen sind sämtliche vertraglichen Vereinbarungen zu verstehen, durch die sich ein Aktionär in Bezug auf die Ausübung des Stimmrechts bindet oder einschränkt; hierzu zählen in erster Linie Stimmpoolverträge.<sup>87</sup>

Abwehrmaßnahmen in diesem Sinne sind bei Geltung des Europäischen Verhinderungsverbots solche gemäß § 33 a Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 WpÜG,<sup>88</sup> bei Geltung des allgemeinen Verhinderungsverbots alle nach dem Beginn der Annahmefrist getroffenen Beschlüsse der Hauptversammlung mit Verhinderungseignung.<sup>89</sup> Allerdings erfasst die Durchbrechung nur solche Beschlussgegenstände, die eine Abwehrmaßnahme gegen ein Übernahmeangebot betreffen, nicht hingegen weitere Gegenstände, über die die Hauptversammlung ebenfalls entscheidet. Die Vorschrift dient alleine der Sicherstellung der Gleichheit und Entschließungsfreiheit der Aktionäre bei dem Beschluss über die Vornahme von Abwehrhandlungen, es besteht jedoch kein Grund zur Ausdehnung der Rechtswirkungen der Durchbrechungsregel auf solche Beschlüsse, die mit dem Beschluss über Abwehrmaßnahmen lediglich zufällig zusammenfallen; insoweit gelten die allgemeinen Regeln.<sup>90</sup>

### *c) Besonderheiten in der nachfolgenden Hauptversammlung*

Gemäß § 33 b Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpÜG entfalten in der ersten Hauptversammlung, die nach dem Abschluss des Angebots auf Verlangen des Bieters einberufen wird, um die Satzung zu ändern oder über die Besetzung der Leitungsorgane zu entscheiden, Stimmbindungsverträge und Entsendungsrechte keine Wirkung, und Mehrstimmrechtsaktien berechtigen zu nur einer Stimme; Voraussetzung ist allerdings, dass der Bieter über mindestens 75 Prozent der Stimmrechte verfügt.

#### *aa) Hauptversammlung auf Verlangen des Bieters*

Die Hauptversammlung muss auf Verlangen des Bieters einberufen werden. Gemeint ist ein förmliches Einberufungsverlangen gemäß § 122 Abs. 1 AktG.<sup>91</sup> Allerdings muss es sich bei der Hauptversammlung nicht um die erste Hauptversammlung der Zielgesellschaft überhaupt nach dem Ende der Annahmefrist handeln, vielmehr würde sonst durch die Einberufung einer vorherigen Hauptversammlung durch die Verwaltung dem Bieter die Möglichkeit genommen, eine Hauptversammlung mit den besonderen Rechtswirkungen der Durchbrechung einzuberufen. Andererseits kann das Einberufungsverlangen des Bieters auch nicht ohne zeitliche Beschränkung geltend gemacht werden, vielmehr muss der Bieter sein Verlangen spätestens bis zur Einberufung der ersten ordentlichen Hauptversammlung nach dem Ablauf der Annahmefrist stellen.<sup>92</sup>

<sup>87</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 39.

<sup>88</sup> Hierzu bereits oben unter II. 2. c) aa).

<sup>89</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 41.

<sup>90</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (54); ebenso Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 42, sowie Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 b Rn. 12.

<sup>91</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 44; anders Harbarth, ZGR 2007, 37 (56).

<sup>92</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 45; anders Harbarth, ZGR 2007, 37 (56): bei sehr langem Zuwarten Verwirkung.

*bb) Änderung der Satzung oder Besetzung der Leitungsorgane*

Die Hauptversammlung muss zum Zweck der Änderung der Satzung oder der Besetzung der Leitungsorgane einberufen werden. Ausreichend ist insoweit jede vorgeschlagene Änderung der Satzung. Diese muss keinen übernahmespezifischen Grund haben, vielmehr soll dem Bieter nach dem erfolgreichen Abschluss des Übernahmeverfahrens die Möglichkeit gegeben werden, die Satzung insgesamt nach seinen Vorstellungen neu zu fassen.<sup>93</sup>

In Bezug auf die Besetzung der Organe der Zielgesellschaft erfasst die Vorschrift lediglich die Besetzung des Aufsichtsrats.<sup>94</sup> Über die Besetzung des Vorstands als des eigentlichen Leitungsorgans (§ 76 Abs. 1 AktG) entscheidet nach dem aktienrechtlichen Kompetenzgefüge nicht die Hauptversammlung, sondern der Aufsichtsrat (§ 84 Abs. 1 AktG).<sup>95</sup> Allerdings umfasst die Besetzung des Aufsichtsrats dabei nicht nur dessen ordentliche Mitglieder, sondern auch Ersatzmitglieder.<sup>96</sup>

*cc) 75 Prozent der Stimmrechte*

Der Bieter muss nach dem Abschluss des Angebotsverfahrens über mindestens 75 Prozent der Stimmrechte verfügen. Für die Zurechnung von Stimmrechten ist der allgemeine Zurechnungstatbestand des § 30 WpÜG heranzuziehen.<sup>97</sup> Spätester Zeitpunkt für das Erreichen der Schwelle ist die Stellung des Einberufungsverlangens durch den Bieter.<sup>98</sup> Allerdings muss der Bieter die erforderliche Anzahl von Stimmen auch noch in der betreffenden Hauptversammlung halten.<sup>99</sup>

*dd) Durchbrechung von Stimmbindungen, Entsende- und Mehrstimmrechten*

In der Hauptversammlung entfalten Stimmbindungsverträge sowie Entsendungs- und Mehrstimmrechte keine Wirkung. Sie werden in der Hauptversammlung als nicht existent behandelt.<sup>100</sup> Ein entsandtes Aufsichtsratsmitglied kann daher gemäß § 103 Abs. 2 Satz 2 AktG von der Hauptversammlung abgewählt und durch ein neues Mitglied ersetzt werden. Der Bieter kann also den Aufsichtsrat mit eigenen Kandidaten besetzen und sodann über die Besetzung des Vorstands Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen.<sup>101</sup> Zwar leben nach dem Abschluss der Versammlung die betroffenen Verträge und Rechte wieder auf, allerdings verliert das anstelle des entsandten Aufsichtsratsmitglieds gewählte neue Mitglied gleichwohl nicht seine Amtsstellung, sondern bleibt bis zum Ablauf der Amtszeit im Amt; andernfalls würde der Zweck der Vorschrift,

<sup>93</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Fn. 10), § 33b Rn. 47.

<sup>94</sup> BT-Drs. 16/1003, 20, li. Sp.

<sup>95</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Fn. 10), § 33b Rn. 48.

<sup>96</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (59).

<sup>97</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (57); Kiem, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Fn. 10), § 33b Rn. 50.

<sup>98</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Fn. 10), § 33b Rn. 50.

<sup>99</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (57).

<sup>100</sup> Kiem, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Fn. 10), § 33b Rn. 51.

<sup>101</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (58); Kiem, in: *Baums/Thoma, WpÜG* (Fn. 10), § 33b Rn. 51.

dem Bieter die unbeeinträchtigte Zusammensetzung der Anteilseignervertreter des Aufsichtsrats zu ermöglichen, konterkariert.<sup>102</sup>

#### IV. Der „Vorbehalt der Gegenseitigkeit“, § 33 c WpÜG

Mit der Einführung des § 33 c WpÜG hat der deutsche Gesetzgeber den in Art. 12 Abs. 3 der Richtlinie enthaltenen „Vorbehalt der Gegenseitigkeit“ umgesetzt. Hiernach kann die Hauptversammlung einer Gesellschaft, die sich im Wege des Opt-in für die Geltung des Europäischen Verhinderungsverbots oder der Europäischen Durchbrechungsregel entschieden hat, beschließen, dass lediglich das allgemeine Verhinderungsverbot gilt oder die Europäische Durchbrechungsregel keine Anwendung findet, wenn der Bieter oder ein ihn beherrschendes Unternehmen dem europäischen Konzept selbst nicht unterliegt. Die Gesellschaft soll also gegenüber Bietern, für die die europäischen Regeln nicht gelten, nicht in Nachteil geraten.<sup>103</sup>

##### 1. Der Beschluss der Zielgesellschaft

###### a) Ausschließliche Zuständigkeit der Hauptversammlung

Die Entscheidung über den Vorbehalt fällt in die ausschließliche Zuständigkeit der Hauptversammlung. Ebenso wie über die Geltung des Europäischen Verhinderungsverbots und der Europäischen Durchbrechungsregel können auch insoweit der Vorstand oder Aufsichtsrat der Zielgesellschaft nicht entscheiden.<sup>104</sup> Allerdings handelt es sich hier – anders als im Fall der §§ 33 a und 33 b WpÜG – nicht um eine förmliche Änderung der Satzung der Gesellschaft, vielmehr gestattet die Vorschrift nur deren vorübergehende Durchbrechung durch einfachen Beschluss der Hauptversammlung.<sup>105</sup> Aus diesem Grund bedarf es auch keiner Eintragung in das Register; die gleichwohl erforderliche Publizität des Beschlusses wird durch die Pflicht der Gesellschaft gemäß § 33 c Abs. 3 Satz 4 WpÜG gewahrt, die Ermächtigung unverzüglich auf ihrer Internetseite zu veröffentlichen.<sup>106</sup>

###### b) Beschlussfassung und Dauer des Vorbehalts

Der Vorbehalt kann sich auf die Geltung des Europäischen Verhinderungsverbots, der Europäischen Durchbrechungsregel oder beider Regelungen beziehen.<sup>107</sup> Gemäß § 33 c Abs. 3 Satz 1 WpÜG können die beiden Gegenstände in einem einheitlichen Beschluss zusammengefasst werden. Der Beschluss bedarf gemäß § 133 Abs. 1 AktG der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stim-

<sup>102</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 b Rn. 51.

<sup>103</sup> Seibt/Heiser, ZGR 2005, 200 (234); ebenso Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 2.

<sup>104</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 4.

<sup>105</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 5.

<sup>106</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 5; vgl. auch Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 c Rn. 7.

<sup>107</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 6.

men<sup>108</sup> und kann für höchstens 18 Monate gefasst werden. In der Praxis bedeutet dies, dass der Beschluss auf jeder ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft erneuert werden muss.<sup>109</sup>

## 2. Der Inhalt des Gegenseitigkeitsvorbehalts

### a) Der Bieter und ein ihn beherrschendes Unternehmen

Die Zielgesellschaft kann beschließen, dass das Europäische Verhinderungsverbot oder die Europäische Durchbrechungsregel nicht gelten, wenn der Bieter oder ein ihn beherrschendes Unternehmen einer jeweils entsprechenden Regelung nicht unterliegen. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich um einen Bieter mit Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums oder einem Drittstaat handelt.<sup>110</sup> Für die Frage, ob der Bieter beherrscht wird, ist an das Konzept des § 290 Abs. 1, 2 HGB anzuknüpfen,<sup>111</sup> wobei wiederum ebenfalls unbeachtlich ist, ob das beherrschende Unternehmen seinen Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums oder in einem Drittstaat hat.<sup>112</sup>

### b) Die Gleichwertigkeit des Regelungskonzepts

Der Gegenseitigkeitsvorbehalt stellt darauf ab, ob der Bieter oder ein ihn beherrschendes Unternehmen einer dem Europäischen Verhinderungsverbot oder der Europäischen Durchbrechungsregel entsprechenden Regelung unterliegen. Dies ist für beide Konzepte gesondert zu beurteilen, da § 33 c WpÜG der Gesellschaft die Möglichkeit gibt, den Vorbehalt auf die Anwendung des § 33 a WpÜG oder des § 33 b WpÜG zu beschränken.<sup>113</sup>

Für einen Bieter mit Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums ist die Frage danach zu beurteilen, ob er den Regelungen der Richtlinie unterliegt. Dies kann zum einen der Fall sein, weil das Recht des Mitgliedstaats die Geltung der Regelungen zwingend vorschreibt. Zum anderen kann sich aber der Mitgliedstaat auch für einen Opt-out entschieden haben, und lediglich der Bieter oder das ihn beherrschende Unternehmen unterliegen aufgrund eines Opt-in den europäischen Regeln. Beides genügt den Voraussetzungen des Gegenseitigkeitsvorbehalts.<sup>114</sup> Für einen Bieter mit Sitz in einem Drittstaat ist demgegenüber darauf abzustellen, ob die insoweit geltenden Regelungen den europäischen Regeln inhaltlich gleichwertig sind.<sup>115</sup> Dies ist im Rahmen einer wertenden Ge-

<sup>108</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (67); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 8; Meyer, WM 2006, 1135 (1142); Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 c Rn. 7; kritisch Seibt/Heiser, AG 2006, 301 (312).

<sup>109</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 5; Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 c Rn. 7.

<sup>110</sup> BT-Drs. 16/1003, 21, li. Sp.

<sup>111</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (65); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 11.

<sup>112</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 11; anders Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004, 221 (313).

<sup>113</sup> Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 13 f.

<sup>114</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (64 f.); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 13; Steinmeyer, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG (Fn. 15), § 33 c Rn. 4.

<sup>115</sup> BT-Drs. 16/1003, 21, li. Sp.

samtschau zu ermitteln: Für die Gleichwertigkeit in Bezug auf das Verhinderungsverbot ist die konkrete Pflichtenlage der Unternehmensleitung für den Fall einer feindlichen Übernahme zu beurteilen, in Bezug auf die Durchbrechungsregel ist entscheidend, ob für den Bieter oder das ihn beherrschende Unternehmen überhaupt Rechte bestehen, die nach § 33 b Abs. 2 WpÜG in einer Übernahmesituation durchbrochen werden; ist dies nicht der Fall, ist von Gleichwertigkeit auszugehen.<sup>116</sup>

### V. Zusammenfassung und Ausblick

Bei der Umsetzung der Übernehmerichtlinie hat der deutsche Gesetzgeber den ihm zustehenden Spielraum voll ausgeschöpft. Die Regelungen der §§ 33 a und 33 b WpÜG enthalten einen Opt-out sowohl in Bezug auf das Verteidigungsverhalten der Zielgesellschaft als auch auf die Geltung bestehender Übernahmehindernisse. Gleichzeitig gibt § 33 c WpÜG den Gesellschaften die Möglichkeit zur Entscheidung für den Vorbehalt der Gegenseitigkeit; unterwirft sich also eine Gesellschaft im Wege des Opt-in dem europäischen Konzept einer strikten Neutralität und einer Durchbrechung bestehender Übernahmehindernisse, so ist eine Herstellung von „Waffengleichheit“<sup>117</sup> für den Übernahmefall gleichwohl möglich.

Inwieweit sich in Zukunft deutsche Gesellschaften tatsächlich für das übernahmefreundlichere europäische Regime entscheiden werden, bleibt abzuwarten. Die Gründe für einen Opt-in liegen auf der Hand: Mit der Entscheidung wird regelmäßig eine Steigerung des Börsenkurses verbunden sein, und wer selbst als Bieter aufzutreten gedenkt, erhöht die Wahrscheinlichkeit, bei der Zielgesellschaft auf entsprechende Regelungen zu stoßen; hierdurch werden die Rechts- und Planungssicherheit erhöht und grenzüberschreitende Übernahmen erleichtert.<sup>118</sup> Andererseits jedoch steigert natürlich die Gesellschaft durch die Annahme der europäischen Regeln ihre Attraktivität für Übernahmen und vergrößert selbst die Wahrscheinlichkeit eines Übernahmeangebots, so dass im Ergebnis ein Opt-in wohl ausschließlich dann erfolgen wird, wenn die Gesellschaft von ihrer eigenen Stärke überzeugt ist.

Letztlich bedeutet die Einführung des Optionsmodells durch die Richtlinie nichts anderes, als dass das angestrebte Level Playing Field für Unternehmensübernahmen in Europa noch nicht erreicht ist. Ebenso wie der deutsche Gesetzgeber hat sich auch eine Mehrheit der übrigen Mitgliedstaaten für einen Opt-out entschieden. Einheitliche Wettbewerbsbedingungen werden hierdurch gerade nicht hergestellt.<sup>119</sup> Allerdings ist über Bestand und Dauerhaftigkeit der Richtlinie das letzte Wort noch nicht gesprochen.<sup>120</sup>

<sup>116</sup> Harbarth, ZGR 2007, 37 (64 f.); Kiem, in: Baums/Thoma, WpÜG (Fn. 10), § 33 c Rn. 15 f.

<sup>117</sup> So etwa Diekmann, NJW 2007, 17 (18); Merkt/Binder, BB 2006, 1285 (1288).

<sup>118</sup> Knott, NZG 2005, 849 (853).

<sup>119</sup> Merkt/Binder, BB 2006, 1285 (1292); ebenso Seibt/Heiser, ZGR 2005, 200 (249).

<sup>120</sup> Dahingehend auch, unter Verweis auf die Revisionsklausel des Art. 20 der Übernehmerichtlinie, Schüppen, BB 2006, 165.