

Paul Windolf: Manager gegen Aktionäre: Die rechtliche Regulierung feindlicher Übernahmen. In: Maurizio Bach (Hg.), Der entmachtete Leviathan, Zeitschrift für Politik, Sonderband 5. Baden-Baden 2013: Nomos, S. 301-326.

Seitenzahlen [301→] beziehen sich auf die Seitenzahlen im Sonderband der ZfP.

Manager gegen Aktionäre

Die rechtliche Regulierung feindlicher Übernahmen

Paul Windolf

»Jede gut geleitete Aktiengesellschaft steht unter dem Motto: Fluch dem Aktionär« (Emil Rathenau).¹

1. Law and Finance²

Im Grenzgebiet zwischen Finanz- und Rechtswissenschaft hat sich im vergangenen Jahrzehnt ein neues Paradigma herausgebildet, das durch eine Reihe von Aufsätzen über den Zusammenhang zwischen *Law and Finance* bekannt wurde.³ Die Autoren vertreten die These, dass Länder, die einen starken Rechtsschutz für Minderheitsaktionäre garantieren, auch über entwickelte Finanzmärkte mit einer breiten Streuung des Eigentums verfügen. Begründet wird die These damit, dass Aktionäre nur dann bereit sind, in Unternehmen zu investieren, wenn ihre Eigentumsrechte geschützt werden und sie nicht befürchten müssen, von opportunistischen Managern betrogen zu werden.

Die Autoren zeigen weiterhin, dass jene Länder, deren Rechtsordnung dem *common law* zugeordnet werden kann, den Rechtsschutz der Aktionäre garantieren, während in Ländern, deren Rechtsordnung durch das *römische Zivilrecht* beeinflusst wurde, dieser Rechtsschutz weniger ausgeprägt ist. Daraus folgt, dass die USA und Großbritannien, die am stärksten durch die Tradition des *common law* geprägt wurden, über entwickelte Finanzmärkte mit einem hohen Anlegerschutz verfügen, während Frankreich und Deutschland zu der Ländergruppe gehören, die einen nur geringen Anlegerschutz gewähren.

Ökonomische Institutionen – in diesem Fall die Eigentumsrechte von Investoren – haben einen erheblichen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung und die Wachs-

¹ Das Zitat wird Emil Rathenau (AEG) zugeschrieben. Zitiert nach Heinrich Göppert, »Zum Aktienrechts-Entwurf« in: *Bank-Archiv* (Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen) 30 (1930/31), S. 25-29, S. 26. Vgl. dazu auch Walther Rathenau, *Vom Aktienwesen* (1917), Berlin 1928, S. 28: »Er [der Aktionär] betritt die Hauptversammlung als ein entschlossener Gegner der Verwaltung, unter Umständen des Unternehmens selbst....«.

² Dieser Aufsatz entstand während eines Forschungsaufenthaltes an der Stanford University, Department of Economics; das Projekt wird finanziert durch die Hans-Böckler Stiftung. Beiden Institutionen bin ich zu Dank verpflichtet.

³ Die zentralen Aufsätze sind Rafael La Porta, / Florencio Lopez-de-Silanes, / Andrei Shleifer, / Robert Vishny, »Law and Finance« in: *Journal of Political Economy* 106, Nr. 6 (1998), S. 1113-1155 und Rafael La Porta, / Florencio Lopez-de-Silanes, / Andrei Shleifer, »The Economic Consequences of Legal Origins« in: *Journal of Economic Literature* 46, Nr. 2 (2008), S. 285-332.

tumsraten eines Landes. Die Innovation der von LLSV⁴ publizierten Studien liegt nicht [302→] darin, auf diesen Zusammenhang hingewiesen zu haben. Die Pionierleistung ist darin zu sehen, dass sie versucht haben, den Zusammenhang zwischen Finanzmarktregulierung und Wirtschaftsentwicklung zu *quantifizieren*. Sie haben eine Reihe von Indizes entwickelt, mit deren Hilfe der Anlegerschutz gemessen werden kann. Diese Indizes wurden in Beziehung gesetzt zum Entwicklungsniveau der Finanzmärkte in verschiedenen Ländern.

Die von LLSV entwickelten Indizes wurden in zahlreichen Replikations-Studien überprüft und konnten nur bedingt bestätigt werden. Die Kritik richtet sich sowohl gegen das theoretische Konzept als auch gegen die Operationalisierung des Anlegerschutzes.

Zunächst wird kritisiert, dass das Modell des Anlegerschutzes, das den Studien von LLSV zugrunde liegt, nur die in den USA vorherrschende Form der Unternehmensverfassung abbildet. »... it is often just a hidden benchmarking which measures which legal systems most closely resemble the U.S. model.«⁵ Dieses Modell wird als der *one best way* proklamiert, um effiziente Finanzmärkte zu entwickeln und Wirtschaftswachstum zu fördern.

Weiterhin wird kritisiert, dass das Konzept des Anlegerschutzes nicht präzise operationalisiert wurde und die Messungen inkonsistent waren. Spamann⁶ weist nach, dass der Index des Anlegerschutzes, der von LLSV für 46 Länder gemessen wurde, in 33 Fällen fehlerhaft war. Die Korrektur der Indizes führt dazu, dass die USA nicht mehr die Rangordnung der Länder anführen, sondern am Ende der Rangskala platziert werden.⁷ Ob Länder als anlegerfreundlich klassifiziert werden oder nicht, hängt also davon ab, wie der Index jeweils operationalisiert wird.

Die einseitig auf die USA ausgerichtete Konzeptualisierung und die offensichtlich fehlerhafte Messung des Anlegerschutzes haben die Attraktivität des von LLSV entwickelten Paradigmas jedoch nicht geschwächt. Roe weist darauf hin, dass dieses Paradigma vom IMF und der Weltbank zur Legitimation ihrer Politikempfehlungen

⁴ LLSV ist die Abkürzung für das Autorenkollektiv: LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny. In dieser Form ist die Abkürzung zu einem »Markennamen« in der Literatur geworden.

⁵ Mathias Siems, / Simon Deakin, »Comparative Law and Finance: Past, Present, and Future Research« in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 166, Nr. 1 (2010), S. 120-140, S. 125; Mathias Siems, »Convergence in Corporate Governance: A Leximetric Approach« in: *Journal of Corporation Law* 35, Nr. 4 (2010), S. 729-756.

⁶ Holger Spamann, »The »Antidirector Rights Index« Revisited« in: *Review of Financial Studies* 23, Nr. 2 (2010), S. 467-486, S. 474.

⁷ Spamann, The »Antidirector Rights Index« Revisited, aaO. (FN 6), S. 474: »... the U.S. score goes from the sample maximum of 5 in the original index to the sample minimum of 2 in the corrected [index].«.

genutzt wird: Die Institutionen der Finanzmärkte sollen sich am Vorbild der US-Institutionen orientieren.⁸

In Deutschland befinden sich das Aktienrecht und die rechtliche Regulierung der Unternehmensverfassung seit Mitte der 1990er Jahre im Zustand einer kontinuierlichen [303→] Novellierung.⁹ Viele Gesetzesänderungen orientierten sich an den Finanzmarktgesetzen in den USA. So wurden z.B. Höchststimm-Rechte, die Unternehmen vor feindlichen Übernahmen geschützt haben, abgeschafft.¹⁰ Deutsche Aktiengesellschaften können jetzt – ähnlich wie die US-Unternehmen – eigene Aktien zurückkaufen.¹¹ Abwehrmaßnahmen, die Manager im Falle von feindlichen Übernahmen ergreifen können, wurden eingeschränkt.¹² Weiterhin wurden die Publizitätspflichten der Unternehmen erweitert und die Haftung der Manager verschärft. Die eigentliche Wirkung der von LLSV angestoßenen Untersuchungen liegt also nicht in ihren statistischen Ergebnissen (die korrekt oder falsch sein mögen), sondern in der normativen Kraft dieses Paradigmas für die politische Gestaltung des Aktienrechts in anderen Ländern. Die Finanzmarkt-Gesetze und die Unternehmensverfassung in den USA sind – trotz zahlreicher Finanzmarkt-Krisen – zu einem *Leitbild* geworden.¹³

Die Regelungsdichte auf den Finanzmärkten hat in den vergangenen Jahrzehnten stark zugenommen. Besonders deutlich ist dies in den USA zu beobachten: In Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise hatten die USA bereits in den 1930er Jahren den am stärksten regulierten Finanzmarkt.¹⁴ Weitere Regulierungswellen folgten nach dem Zusammenbruch der New Economy (2001/02) und der Immobilien-Krise von 2007/08.¹⁵

⁸ »...national agencies are told that ›transplanting the correct legal code (i.e., the common law) will enhance economic development« Mark Roe, »Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets« in: *Harvard Law Review* 120, Nr. 2 (2006), S. 460-527, S. 463.

⁹ Steltzner spricht von einer »Aktienrechtsreform in Permanenz« (FAZ, 11.7.2009, S. 9: »Wie die Hasen«), Verfügbar: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/corporate-governance-wie-die-hasen-1826660.html> [Okt. 2011].

¹⁰ Höchststimmrechte für Aktiengesellschaften, die an einer staatlich regulierten Börse notiert werden, sind seit Inkrafttreten des KonTraG (1998) nicht mehr zulässig (§ 134 AktG; § 5 EGAktG). Es gilt der Grundsatz: *one share, one vote*. Mannesmann, die Deutsche Bank und andere Großunternehmen hatten in den 1990er Jahren noch ein Höchststimmrecht in ihrer Satzung verankert.

¹¹ Vgl. dazu § 71 AktG (Rückkauf eigener Aktien bis zu einer Höchstgrenze von 10%; Zustimmung der Aktionäre ist erforderlich.).

¹² Vgl. dazu § 33 WpüG.

¹³ Zum Begriff des »Leitbilds« vgl. Christoph Deutschmann, *Kapitalistische Dynamik: Eine gesellschaftstheoretische Perspektive*, Wiesbaden 2008, S. 34ff.

¹⁴ Der *Glass-Steagall Act* (Banking Act) wurde 1933 verabschiedet, der *Securities Exchange Act* folgte ein Jahr später.

¹⁵ In Reaktion auf den Enron-Skandal wurde der Sarbanes-Oxley Act (2002) verabschiedet; zur Kritik vgl. Roberta Romano, »The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance« in: *Yale Law Journal* 114, Nr. 7 (2005), S. 1521-1611. In Reaktion auf die Immobilien-Krise wurde der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010) verabschiedet; zur Kritik vgl. Viral Acharya, et al., »The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act:

Angesichts der kaum noch zu überblickenden Gesetzesflut¹⁶ beschränkt dieser Aufsatz sich auf eine Analyse der rechtlichen Regulierung von feindlichen Übernahmen. Feindliche Übernahmen sind besonders spektakuläre Transaktionen auf den Finanzmärkten, die auch in Deutschland große Aufmerksamkeit erregt haben. Beispiele dafür sind [304→] die Übernahme (und Zerschlagung) von Mannesmann durch Vodafone, die Übernahme von Continental durch die Schaeffler-Gruppe und der Anfang 2011 faktisch vollzogene Kontrollwechsel bei Hochtief (Übernahme durch das spanische Unternehmen ACS).

2. Feindliche Übernahmen

Bei einer feindlichen Übernahme versuchen aktive Investoren – gegen den Willen des amtierenden Managements – die Kontrolle über das Zielunternehmen zu erlangen.¹⁷ Sie publizieren ein Angebot, das sich an *alle* Aktionäre des Zielunternehmens richtet. Sie bieten den Aktionären einen Preis, der in der Regel 20-30% über dem Tageskurs der Aktie liegt (Übernahmeprämie). Feindliche Übernahmen werden häufig durch *junk bonds* und/oder Kredite finanziert. Die Kredite werden nach erfolgreicher Übernahme aus dem Verkauf von Teilen des Zielunternehmens refinanziert¹⁸ oder sie werden dem Zielunternehmen als Schulden aufgebürdet.

Die ökonomische Rationalität dieser Operationen leitet sich aus der *principal-agent* Theorie ab: Feindliche Übernahmen sind ein *Disziplinierungsinstrument*. Da Aktionäre das amtierende Management nur unzureichend überwachen können, sind feindliche Übernahmen ein Verfahren, ein unfähiges oder korruptes Management aus dem Amt zu entfernen.¹⁹

Die *principal-agent* Theory geht davon aus, dass die Beziehung zwischen Aktionären und Managern nicht durch Kooperation, sondern durch Interessenkonflikte bestimmt wird. Dies zeigt sich z.B. auch an der Bezeichnung, die LLSV für den von ihnen entwickelten Index zur Messung der Aktionärsrechte gewählt haben: Er wird als »*anti-*

Accomplishments and Limitations« in: *Journal of Applied Corporate Finance* 23, Nr. 1 (2011), S. 43-56.

¹⁶ Die Kritik, dass Finanzmärkte zu wenig reguliert seien, ist also – wenn man nur die *Quantität* der Gesetze berücksichtigt – sicherlich *nicht* zutreffend. Vgl. dazu Michael Moran, *The Politics of the Financial Services Revolution*, London 1991, S. 2: »The world financial services revolution has not involved retreat by the state. On the contrary.«.

¹⁷ In den USA werden diese »aktiven« Investoren häufig als »raider« bezeichnet (Räuber, Plünderer).

¹⁸ Diese Übernahmen werden als *bust-up hostile takeovers* bezeichnet (Zerschlagungsübernahmen).

¹⁹ Michael Jensen, »Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers« in: *American Economic Review* 76, Nr. 2 (1986), S. 323-329; zur Kritik vgl. Frank Dobbin, / Jiwook Jung, »The Misapplication of Mr. Michael Jensen: How Agency Theory Brought Down the Economy and Why it Might Again« in: Michael Lounsbury, / Paul Hirsch, (Hg.), *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis. Research in the Sociology of Organizations*, Vol. 30b, Bingley 2010, S. 29-64.

director Index« bezeichnet.²⁰ Es sind Rechte, die die Macht der Manager begrenzen sollen.

Feindliche Übernahmen sind Transaktionen auf dem Markt für Übernehmenskontrolle. Dieser Markt ist eine Arena, auf der um Einfluss- und Kontrollchancen über die Großunternehmen gekämpft wird. Es geht bei feindlichen Übernahmen um die Frage: Who governs? – das Management oder die Aktionäre? [305→]

Die Übernahme-Gesetze stellen einen rechtlichen Rahmen zur Verfügung, in dem dieser Konflikt ausgetragen werden kann. Daher sind die Übernahme-Gesetze überwiegend prozedurales, und nicht materielles Recht: Es geht – ähnlich wie im Arbeitskampfrecht – um rechtlich regulierte Formen des Interessenausgleichs.

Die rechtliche Regulierung feindlicher Übernahmen variiert zwischen den Ländern. Ein Vergleich zwischen den USA, Großbritannien und Deutschland zeigt, dass diese Länder jeweils unterschiedliche Regulierungsverfahren anwenden:

- In den USA fällt das Aktienrecht (corporate law) in die Zuständigkeit der Einzelstaaten. Daher gibt es in den USA ungefähr so viele Aktiengesetze, wie es Einzelstaaten gibt.²¹ Die meisten Großunternehmen haben sich jedoch im Staat Delaware inkorporiert. Daher gilt für sie das *Delaware General Corporate Law (DGCL)*. Dieses Gesetz enthält jedoch keine Regelung für (feindliche) Übernahmen.²² Das Übernahme-Gesetz ist weitgehend *Richterrecht*. Fast jede feindliche Übernahme wird von einer gerichtlichen Auseinandersetzung begleitet. Die Gerichte entscheiden im Einzelfall über die Frage: Who governs? In verschiedenen Entscheidungen hat der Supreme Court (Delaware) die sog. »*poison pill*« für rechtmäßig erklärt. Damit verfügen die Manager in den USA über ein wirkungsvolles Instrument, um feindliche Übernahmen abzuwehren. (Die *poison pill* wird in Abschnitt 5 erläutert.)

- In Großbritannien gibt es seit 1985 einen *City Code on Takeovers and Mergers*, in dem die Verfahren geregelt sind, die bei einer (feindlichen) Übernahme zu beachten sind. Dieser Code ist kein Gesetz, sondern ein Instrument der Selbstregulierung der Finanzmarkt-Akteure. Es gibt einen *Panel on Takeovers and Mergers*, der Streitfälle regelt. In diesem Panel haben die Vertreter der Finanzbranche Sitz und Stimme. Die Entscheidungen des Panel sind bindend. Bei Nichtbefolgung droht den Unternehmen der Ausschluss von der London Stock Exchange.

²⁰ Spamann, The »Antidirector Rights Index« Revisited, aaO. (FN 6). Vgl. dazu auch die Bemerkung eines aktiven Hedge-Fonds Managers: »We're putting together a war machine ... and no company will be safe.«; zitiert nach: Thomas Briggs, »Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism« in: *Journal of Corporation Law* 32, Nr. 4 (2007), S. 681-737, S. 683.

²¹ Das Aktiengesetz in den USA ist ein Beispiel für Institutionen-Konkurrenz. Die Einzelstaaten verabschieden unterschiedliche Aktiengesetze, die mehr oder weniger »aktionärsfreundlich« sind. Die Unternehmen entscheiden, wo sie sich inkorporieren (Institutionen-Shopping).

²² Vgl. dazu Leo Strine, »The Story of Blasius Industries v. Atlas Corp.: Keeping the Electoral Path to Takeovers Clear« in: Mark Ramseyer, (Hg.), *Corporate Law Stories*, New York 2009, S. 243-291, S. 278f.

- In Deutschland wurde 2001 das Wertpapierübernahme-Gesetz verabschiedet, in dem eine »Neutralitätspflicht« des Managements kodifiziert wurde. Wenn ein aktiver Investor ein öffentliches Angebot für ein Zielunternehmen abgegeben hat, darf das amtierende Management keine Maßnahmen einleiten, die den Erfolg dieses Angebots vereiteln könnten.²³ In der Literatur wird daher auch häufig von einem »Behinderungsverbot« gesprochen.²⁴ [306→]

Die gesetzliche Regelung in Deutschland hat sich nicht am US-Modell, sondern am britischen *City Code* orientiert. Dies gilt auch für die Übernahme-Richtlinie der Europäischen Union, die 2004 verabschiedet wurde.²⁵

Wir kommen zu einem Zwischenergebnis:

- 1. Feindliche Übernahmen sind ein Kampfinstrument. Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle kämpfen Manager und Aktionäre um relative Kontroll- und Einflusschancen über die großen Aktiengesellschaften.
- 2. Man kann verschiedene Formen der rechtlichen Regulierung von (feindlichen) Übernahmen unterscheiden: In den USA gibt es einen *schwachen* gesetzlichen Rahmen;²⁶ die dominante Form der Konfliktregelung liegt bei den Gerichten. In GB gibt es keinen rechtlichen Rahmen, sondern nur einen Code of Conduct der Finanzmarkt-Akteure. In Deutschland gibt es einen *starken* rechtlichen Rahmen, in dem die Neutralitätspflicht des Managements bei feindlichen Übernahmen kodifiziert ist.
- 3. Das deutsche Gesetz ist übernahmefreundlicher als die US-Regelung. Die sog. *poison pill* ist in Deutschland nicht zulässig. Eine der Fragen, die in den folgenden Abschnitten beantwortet werden soll, lautet daher: Warum sind Manager in den USA gegen feindliche Übernahmen besser geschützt als in Deutschland?

Im nächsten Abschnitt werden wir nach der Legitimationsbasis fragen, über die Manager und Aktionäre für ihre jeweiligen Machtansprüche verfügen. In Abschnitt 4 werden wir die rechtliche Basis für die *poison pill* erläutern (business judgement rule); in Abschnitt 5 werden die technischen Details dieses Abwehrinstruments

²³ § 33 WpÜG: »Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses darf der Vorstand der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte.«.

²⁴ Martin Winter, / Stephan Harbarth, »Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG« in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (ZIP) 23 (2002), S. 1-18, S. 1, Fn 5; Tim Drygala, »Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG« in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 22, Nr. 42 (2001), S. 1861-1871. Eine Übersicht über Abwehrmaßnahmen, die das deutsche Recht zulässt, findet sich in Hartmut Krause, »Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote« in: *Die Aktiengesellschaft* 47 (2002), S. 133-144.

²⁵ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie). Sie wurde mit dem Übernehmerichtlinie-Umsetzungsgesetz vom Juli 2006 in deutsches Recht übernommen.

²⁶ Der *Williams Act* von 1968 ist US-Bundesrecht und regelt bestimmte Rahmenbedingungen, die bei Übernahmen zu beachten sind (z.B. Publizitätspflicht, Fristen, Gleichbehandlung der Aktionäre).

erklärt. Abschnitt 6 erläutert an drei Gerichtsurteilen den Ablauf von feindlichen Übernahmen.

3. »For whom are corporate managers trustees?«²⁷

Berle und Means haben in einer klassischen Studie über den Managerkapitalismus die Formel von der Trennung von Eigentum und Kontrolle geprägt: Die Aktionäre sind zwar formal noch die Eigentümer und Risikoträger, aufgrund ihrer großen Zahl sind sie aber nicht mehr in der Lage, ihr Eigentum zu kontrollieren. Die Kontrolle über die Aktiengesellschaft [307→] ist faktisch an die Manager übergegangen. Berle/Means haben diese Managerherrschaft als eine durch die Rechtsordnung nicht legitimierte Aneignung von Verfügungsrechten kritisiert. Eine zentrale Institution des kapitalistischen Wirtschaftssystems – das Eigentum an Produktionsmitteln – werde damit zerstört.²⁸

Die Frage, in wessen Interesse der Vorstand einer Aktiengesellschaft das Unternehmen zu leiten hat, ist daher zu einem zentralen Problem des Aktienrechts geworden. Berle hat dazu bereits in den 1930er Jahren eine klare Position bezogen: Die Aktionäre sind die Eigentümer des Unternehmens. Die Manager sind *trustees*, die das Unternehmen ausschließlich im Interesse der Eigentümer zu leiten haben: »Business corporations exist for the sole purpose of making profits for their stockholders.«²⁹

Diese Position ist bis in die Gegenwart unverändert geblieben. Sie ist die *normative* Basis der *principal-agent* Theorie und des *shareholder value*.³⁰ Die Manager verfügen über keine eigene, sondern nur über eine *abgeleitete* Autorität. Sie sind Angestellte des Unternehmens (*agents*) und gegenüber den Aktionären (*principals*) rechenschaftspflichtig. Auch bei einer feindlichen Übernahme dürfen Manager nur die Interessen der Anteilseigner verfolgen. Vor allem dürfen sie Aktionäre nicht daran

²⁷ Adolph Berle, (»Corporate Powers as Powers in Trust« in: *Harvard Law Review* 44, Nr. 7 (1931), S. 1049-1074, S. 1049), Merrick E. Dodd (»For Whom Are Corporate Managers Trustees?« in: *Harvard Law Review* 45, Nr. 7 (1932), S. 1145-1163, S. 1147ff.) und Milton Friedman (*Capitalism and Freedom* (1962), Chicago 2002, S. 133) geben auf diese Frage jeweils unterschiedliche Antworten. Vgl. die Zusammenfassung in Lord of Charlton Wedderburn, »The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate Managers Be Trustees?« in: Klaus G. Hopt, / Gunther Teubner, (Hg.), *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, Berlin 1984, S. 3-54.

²⁸ »This dissolution of the atom of property destroys the very foundation on which the economic order of the past three centuries has rested« (Adolph Berle, / Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932), New Brunswick 2009, S. 8).

²⁹ Adolph Berle, »For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note« in: *Harvard Law Review* 45, Nr. 8 (1932), S. 1365-1372, S. 1365.

³⁰ In diesem Sinne äußert sich auch Friedman, *Capitalism and Freedom*, aaO. (FN 27), S. 133: Das Management hat nur *eine* soziale Verantwortung: »... to make as much money for their stockholders as possible.«.

hindern, ein feindliches Übernahmeangebot zu akzeptieren und ihre Aktien an einen aktiven Investor (raider) zu verkaufen.³¹

In Deutschland hat diese Diskussion im frühen 20. Jahrhundert eine andere Richtung genommen: Walther Rathenau hat in seiner Schrift »Vom Aktienwesen« den »öffentlichen« Charakter der großen Aktiengesellschaft hervorgehoben: Die Aktiengesellschaft ist ein »nationalwirtschaftlicher, der Gesamtheit angehöriger Faktor«, der zwar noch die »privatrechtlichen Züge des reinen Erwerbsunternehmens trägt,... während er längst öffentlichen Interessen dienstbar geworden ist.«³² Haußmann hat dafür den Ausdruck vom »Unternehmen an sich« geprägt. Manager sollten die Interessen des »Unternehmens an sich« auch *gegen* einen Mehrheitsbeschluss der Aktionäre durchsetzen.³³

Das »Unternehmen an sich« ist eine Rechtsfigur, die ihre Wurzeln in den Schriften von Gierke und Savigny hat: Die Aktiengesellschaft als juristische Person wird von den Mitgliedern unabhängig und zu einer *autonomen Verbandspersönlichkeit*.³⁴ Der Unternehmenszweck [308→] löst sich von den Interessen der einzelnen Mitglieder des Verbandes und wird mit dem Gemeinwohl identifiziert. Rathenau spricht von der »Gemeinverantwortlichkeit« und identifiziert das Gemeinwohl mit dem »Staatswohl«.³⁵

Der Vorstand einer Aktiengesellschaft gilt als Repräsentant des »Unternehmens an sich«. Das Konzept liefert also eine Legitimationsbasis, um Entscheidungen des Vorstands auch *gegen den Willen der Aktionäre* durchzusetzen – insbesondere dann, wenn die Forderungen der Aktionäre mit dem Unternehmensinteresse nicht vereinbar sind.³⁶ Bei einer drohenden feindlichen Zerschlagungs-Übernahme wäre das Management z.B. legitimiert, alle Mittel einzusetzen, um die Übernahme abzuwehren.

Die unternehmerische Funktion liegt bei den Managern. Die Frage lautet also, ob Manager die Autonomie des Unternehmens gegen einen aktiven Investor verteidigen

³¹ Die Neutralitätspflicht des Managements wird detailliert begründet in Frank Easterbrook, / Daniel Fischel, »The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer« in: *Harvard Law Review* 94, Nr. 6 (1981), S. 1161-1204.

³² Rathenau, Vom Aktienwesen, aaO. (FN 1), S. 39.

³³ Fritz Haußmann, »Die Aktiengesellschaft als ›Unternehmen an sich‹« in: *Juristische Wochenschrift* 56 (1927), S. 2953-2956, S. 2955f. Der Autor zeigt in diesem Artikel auch, dass Rathenaus Thesen mit dem geltenden Aktienrecht nicht vereinbar waren.

³⁴ Vgl. dazu Michael Metten, *Corporate Governance: Eine aktienrechtliche und institutionenökonomische Analyse*, Wiesbaden 2010, S. 63 mit weiteren Nachweisen.

³⁵ Rathenau, Vom Aktienwesen, aaO. (FN 1), S. 62.

³⁶ Ferdinand Laiezs, Mitbegründer der Hapag von 1847, antwortete auf den Antrag von Aktionären, die Dividenden zu erhöhen: »Die Hamburg-Südamerikalinie ist nicht dazu da, um Dividenden zu verteilen, sondern um Schifffahrt zu treiben.« Zitiert nach Wolfgang Zorn, »Typen und Entwicklungskräfte deutschen Unternehmertums im 19. Jahrhundert« in: *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* 44 (1957), S. 57-77, S. 72f.

dürfen. Für die Gerichte erscheint diese Frage als Güterabwägung in einem Interessenkonflikt: Auf der einen Seite stehen die Eigentumsrechte der Aktionäre, auf der anderen Seite steht das Recht der übrigen *stakeholder*, eine von den Managern definierte Unternehmensstrategie fortführen zu können. In vielen Fällen stehen die Aktionäre nicht in Opposition zu einer bestimmten Unternehmensstrategie. Sie sind vielmehr daran interessiert, ihre Aktien zu einem hohen Kurs verkaufen zu können (Übernahmeprämie). Die Frage lautet daher: Darf das Management die Aktionäre daran hindern, ihre Aktien (ihr Eigentum) an einen *raider* zu verkaufen? Die *poison pill* ist ein wirkungsvolles Instrument, den Verkauf zu verhindern.

Wir finden Hinweise auf die Rechtsfigur des »Unternehmens an sich« auch in der US-Literatur. Allen weist darauf hin, dass das amerikanische Rechtssystem zwei unterschiedliche Modelle der *public corporation* entwickelt hat, die er als »property conception« und als »social entity conception« bezeichnet.³⁷ Die beiden Konzeptionen unterscheiden sich hinsichtlich der Antwort auf die Frage: »For whom are corporate managers trustees?« Im ersten Fall wird davon ausgegangen, dass die Manager ausschließlich im Interesse der Aktionäre zu handeln haben. Im zweiten Fall wird das Unternehmen als »social institution«³⁸ gesehen. Die Manager sind verpflichtet, die Interessen aller Gruppen zu berücksichtigen, die zum Erfolg des Unternehmens beitragen. Diese Argumentation ist nicht identisch mit dem Konzept des »Unternehmens an sich«, aber sie liefert eine Legitimation für das Management, das (kurzfristige) Interesse der Aktionäre an Einkommensmaximierung zu ignorieren. [309→]

Das geltende Aktienrecht hat sich nicht ausschließlich am *shareholder value* orientiert; der Gesetzgeber hat aber auch nicht die Rechtsfigur des *Unternehmens an sich* kodifiziert – und dies gilt sowohl für die USA als auch für Deutschland. In beiden Ländern hat sich der Gesetzgeber an einem pragmatischen Konzept der Gewaltenteilung orientiert. Es wurde versucht, eine Machtbalance zwischen Managern und Aktionären herzustellen.³⁹

Wenn man rechtliche Kodifizierungen oder Gerichtsurteile überhaupt mit abstrakten Prinzipien umschreiben kann, dann ist eher das Konzept einer *interessenpluralisti-*

³⁷ Quelle: William Allen, »Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation« in: *Cardozo Law Review* 14 (1992), S. 261-281, S. 266f., S. 270f.; William A. Allen war von 1985-97 Chancellor am Court of Chancery (Delaware). Die *public corporation* ist eine an der Börse gehandelte Aktiengesellschaft in Streubesitz. Die große Zahl von Aktionären (häufig mehr als 1 Mill.) macht diese Aktiengesellschaften zu »public« corporations.

³⁸ Allen, Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation, aaO. (FN 37), S. 265.

³⁹ Einige Autoren behaupten, dass die Gerichte (in Delaware) dazu tendierten, in ihren Urteilen eher die Interessen des Managements zu berücksichtigen (race to the bottom) und dass dies insbesondere an der Rechtsprechung zu feindlichen Übernahmen deutlich werde. Vgl. dazu William Cary, »Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware« in: *The Yale Law Journal* 83, Nr. 4 (1974), S. 663-705; Roberta Romano, »Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation« in: *Yale Law Journal* 107, Nr. 5 (1998), S. 2359-2430; eine zusammenfassende Diskussion in Mark Roe, »Delaware's Competition« in: *Harvard Law Review* 117 (2003), S. 588-646.

schen Unternehmensverfassung passend.⁴⁰ Es geht nicht um die einseitige Durchsetzung von Aktionärsinteressen, sondern um die Berücksichtigung der jeweils unterschiedlichen Interessen von Managern und Aktionären.

Diese Überlegungen werden im folgenden Abschnitt weiter präzisiert: Wir werden den Begriff der *business judgement rule* erläutern und zeigen, welche Bedeutung er für die rechtliche Regulierung von feindlichen Übernahmen hat.

4. Business judgement rule

Der Vorstand einer Aktiengesellschaft hat das Recht und die Pflicht, das Unternehmen in eigener Verantwortung zu leiten.⁴¹ Das Management trifft die unternehmerischen Entscheidungen. Es entscheidet auch über die Risiken, die ein Unternehmen eingeht. Aktionäre können in diese Kompetenz nicht eingreifen. Sie haben nur in Ausnahmefällen das Recht, über Maßnahmen abzustimmen, die die Struktur des Unternehmens verändern (z.B. Firmenzusammenschlüsse).

Manager sind nicht die Eigentümer des Unternehmens. Sie treffen Entscheidungen, deren Folgen im Falle des Scheiterns von den Aktionären getragen werden müssen. Die Aktionäre sind die Risikoträger. Können sie den Vorstand im Falle des Scheiterns haftbar machen? In den USA haben die Gerichte in vielen Entscheidungen die sog. *business judgment rule* entwickelt. Diese Regel besagt, dass dem Management ein weiter Ermessensspielraum zugestanden werden muss. Erfolg oder Misserfolg von unternehmerischen Entscheidungen lassen sich nicht genau prognostizieren. Die Gerichte haben es daher [310→] abgelehnt, unternehmerische Entscheidungen zu überprüfen. Diese Entscheidungen sind nicht justiziabel.

»Because businessmen and women are correctly perceived as possessing skills, information and judgment not possessed by reviewing courts and because there is great social utility in encouraging the allocation of assets and the evaluation and assumption of economic risk by those with such skill and information, courts have long been reluctant to second-guess such decisions when they appear to have been made in good faith.« Eine vergleichbare Formulierung findet sich im Arag/Garmenbeck-Urteil des BGH: »Dabei hat er [Aufsichtsrat] zu berücksichtigen, daß dem Vorstand für die Leitung der Geschäfte der AG ein weiter Handlungsspielraum zugebilligt

⁴⁰ Zu diesem Begriff vgl. Herbert Wiedemann, »Grundfragen der Unternehmensverfassung« in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (ZGR) 4 (1975), S. 385-432, S. 396f.; Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, aaO. (FN 37), S. 275, Fn 48 verwendet einen vergleichbaren Begriff: »multi-constituency view of the corporation«.

⁴¹ »Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten« (§ 76 AktG). »The business and affairs of every corporation... shall be managed by or under the direction of a board of directors...« (§ 141 DGCL).

werden muß, ohne den unternehmerisches Handeln schlechterdings nicht denkbar ist.«⁴²

Die *business judgement rule* gilt nicht uneingeschränkt. Das Management hat bei seinen Entscheidungen drei Bedingungen zu beachten: Es muss unternehmerische Entscheidungen im »guten Glauben« fällen, dass diese im Interesse des Unternehmens sind (good faith); es muss alle verfügbaren Informationen einholen (informed basis); und es muss die Sorgfaltspflicht beachten (exercise of due care).⁴³ In einer Novellierung des Aktienrechts wurde die *business judgement rule* in das deutsche Aktienrecht eingefügt (§ 93 AktG).

Die zentrale Frage im Kontext von (feindlichen) Übernahmen lautet nun: Sind Abwehrmaßnahmen, die das Management gegen feindliche Übernahmen ergreift, von der *business judgement rule* gedeckt? Anders formuliert: Kann das Management sich darauf berufen, dass die Abwehr einer feindlichen Übernahme eine unternehmerische Entscheidung ist, die von den Gerichten nicht überprüft werden kann. Abwehrmaßnahmen wären dann nicht oder nur begrenzt justiziabel.

Der Supreme Court von Delaware hat festgestellt, dass das Management nicht zur passiven Neutralität verpflichtet ist. Manager dürfen Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen ergreifen. Sie können Aktionäre daran hindern, ihre Aktien an einen aktiven Investor zu verkaufen, wenn dieser Kontrollwechsel die Überlebensfähigkeit des Unternehmens gefährden würde. Eine der wichtigsten Abwehrmaßnahmen, die das Management ergreifen kann, sind *poison pills*, die im nächsten Abschnitt erläutert werden.

5. Poison pills (shareholder rights plan)

Das höchste Gericht von Delaware hat in verschiedenen Urteilen eine Abwehrmaßnahme legalisiert, die vom Management gegen feindliche Übernahmen eingesetzt werden kann [311→] und die als *poison pill* in die Literatur eingegangen ist.⁴⁴ Die

⁴² Quellen: *Solash v. Telex Corp.* (1988), zitiert nach Strine, *The Story of Blasius Industries v. Atlas Corp.*, aaO. (FN 22), S. 256. BGH Az: II ZR 175/95, 21.4.1997.

⁴³ »The business judgment rule is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith und in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company« (*Moran v. Household*, aaO. (FN 44), S.1356); Vgl. dazu die Analyse dieses Urteils weiter unten.

⁴⁴ Zwei wichtige Urteile sind: *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del., June10, 1985) und *Moran v. Household International, Inc*, 490 A.2d 1059 (Del., Nov.19, 1985). Die Rechtmäßigkeit von *poison pills* wurde zuletzt bestätigt durch: *Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, C.A. No. 5249 (Del. Ch. Feb.15, 2011). Kritisch zur *poison pill*: Lucian Bebchuk, »The Case for Increasing Shareholder Power« in: *Harvard Law Review* 118, Nr. 3 (2005), S. 833-914.

finanztechnischen Details dieser Operation sind komplex, es wird hier nur das Grundschemata erläutert:⁴⁵

Das Management verteilt an die Aktionäre Optionsscheine, die den Aktionär berechnen, weitere Aktien des Unternehmens zu einem Vorzugspreis zu erwerben. Wir nehmen an, dass die Aktionäre pro Stammaktie *eine* Option erhalten. Die Option kann nur zusammen mit der Stammaktie an der Börse gehandelt werden und ist zunächst wertlos. Ihr Ausübungspreis liegt weit oberhalb des Kurswertes der Aktie (out of the money). Die Option wird aktiviert, wenn ein Aktionär 15%⁴⁶ des Stammkapitals erworben hat oder wenn ein aktiver Investor ein feindliches Übernahmeangebot publiziert. In diesem Fall können die Aktionäre ihre Option einlösen und sie erhalten eine weitere Aktie des Unternehmens zu einem Vorzugspreis (in der Regel 50% unterhalb des aktuellen Tageskurses).

Die Optionen können nur von den Kleinaktionären eingelöst werden; der Großaktionär (der 15% des Stammkapitals erworben hat) oder aktive Investoren, die planen die Aktiengesellschaft zu übernehmen, sind davon ausgeschlossen. Die rechtliche Problematik der *poison pill* liegt in der *Ungleichbehandlung* der Aktionäre: Kleinaktionäre können die Option einlösen, der aktive Investor kann dies nicht tun. Die Gerichte in Delaware haben in mehreren Urteilen entschieden, dass diese Ungleichbehandlung rechtmäßig ist und von der *business judgement rule* gedeckt ist.

Für einen Investor, der eine feindliche Übernahme plant, ist eine *poison pill* ruinös. Die Einlösung der Optionen durch die Aktionäre führt zu einer massiven Kapitalerhöhung, von der der aktive Investor ausgeschlossen ist. Damit reduziert sich der Anteil, den er am Unternehmen hält, um fast die Hälfte. Das folgende Rechenbeispiel illustriert die wirtschaftlichen Konsequenzen:

Wir nehmen an, das Unternehmen habe 100 Aktien ausgegeben. Der aktive Investor hält 20 Aktien, die Kleinaktionäre halten 80 Aktien. Wir nehmen weiterhin an, dass alle Kleinaktionäre ihre Optionen einlösen und 80 zusätzliche Aktien erhalten (Kapitalerhöhung). Dann ergibt sich folgende Verteilung der Aktien: Die Gesamtzahl der handelbaren Aktien steigt von 100 auf 180. Davon halten die Kleinaktionäre 160 Aktien (= 88,9%); der »aktive« Investor hat nach dieser Operation weiterhin 20 Aktien, sein Anteil sinkt aber von 20% auf 11,1%.⁴⁷ Der Börsenkurs der Aktie wird wegen der Kapitalerhöhung deutlich sinken. Bisher hat noch kein Investor versucht,

⁴⁵ Die *poison pill* wurde von Martin Lipton als Abwehrinstrument kreiert (Partner des Rechtsanwaltsbüros Wachtell, Lipton, Rosen & Katz). Vgl. dazu das Memorandum »The Share Purchase Rights Plan« in Ronald Gilson, / Bernard Black, (Hg.), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2nd edition, Westbury/NY 1995, S. 741-759.

⁴⁶ Die Schwelle, die eine *poison pill* aktiviert, variiert zwischen den Unternehmen (zwischen 10-25%).

⁴⁷ Nach der Kapitalerhöhung hält der aktive Investor 20 Aktien von insgesamt 180 (= 11,1%).

ein durch eine [312→] *poison pill* geschütztes Unternehmen gegen den Willen des Managements zu übernehmen.⁴⁸

Wenn sich der aktive Investor mit dem Management einigt – wenn also aus der feindlichen eine freundliche Übernahme wird – kann das Management die Optionsscheine von den Aktionären zurückkaufen. Da sie an sich wertlos sind, werden sie in der Regel mit 10 cent pro Option zurückgekauft (redemption). Der Vorteil dieser Konstruktion liegt also darin, dass die *poison pill* eine Operation ist, die *rückgängig gemacht werden kann*. Wenn der Investor mit dem Management verhandelt und das Management der Übernahme zustimmt, kann die *poison pill* entschärft werden.

Eine *poison pill* ist nur wirksam, wenn die Rechtsordnung es zulässt, dass Aktionäre ungleich behandelt werden. Im Staat Delaware sind ca. 58% der börsennotierten US-Unternehmen inkorporiert.⁴⁹ Für sie gilt das General Corporate Law of Delaware (GCLD). Der Supreme Court von Delaware hat die *poison pill* in mehreren Entscheidungen legalisiert und damit die Ungleichbehandlung der Aktionäre zugelassen.

Das deutsche Aktienrecht verbietet die Ungleichbehandlung explizit in § 53a AktG: »Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.« Eine *poison pill* in der gerade beschriebenen Form kann von deutschen Unternehmen als präventive Maßnahme gegen feindliche Übernahmen nicht implementiert werden. Sie ist mit der geltenden Rechtsordnung unvereinbar.⁵⁰ Wir kommen damit zu einem Zwischenergebnis:

Die USA, die als Prototyp eines Landes gelten mit liberalen Finanzmärkten und einem hohen Schutzniveau für Aktionäre, lassen die Ungleichbehandlung von Aktionären zu. Die *poison pill* verhindert faktisch, dass Aktionäre darüber entscheiden können, ob sie ihre Aktie an einen aktiven Investor verkaufen oder nicht. Es sieht so aus, also ob die liberale Marktordnung der USA den Schutz des Unternehmens (»das Unternehmen an sich«) in einer Güterabwägung höher bewertet als das Eigentumsrecht der Aktionäre.

⁴⁸ Charles Yablon, »Poison Pills and Litigation Uncertainty« in: *Duke Law Journal* 54, Nr. 1 (1989), S. 54-91 weist darauf hin, dass vor allem die mit einem Gerichtsverfahren verbundene Unsicherheit dazu führt, dass aktive Investoren sich scheuen, eine *poison pill* zu aktivieren.

⁴⁹ Quelle: Lucian Bebchuk, / Assaf Hamdani, »Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters« in: *Yale Law Journal* 112 (2002), S. 553-615; S. 564, Fn 38; S. 567, Table 2) mit weiteren Angaben zum Anteil der in Delaware inkorporierten Unternehmen.

⁵⁰ Einige deutsche Aktiengesellschaften haben Wandelanleihen als Abwehrinstrument gegen feindliche Übernahmen ausgegeben. (Der Wandlungspreis ermäßigt sich im Fall eines Kontrollwechsels). Zu diesen Firmen gehören z.B. Linde, TUI, Lufthansa (Joachim Frhr. von Falkenhausen, / Henning von Klitzing, »Wandelanleihen als poison pill« in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 27 (2006), S. 1513-1519, S. 1513). Im Vergleich zur US-*poison pill* sind diese Instrumente jedoch nicht besonders »abschreckend«; sie können auch nicht rückgängig gemacht werden. Vgl. dazu auch Joachim Frhr. von Falkenhausen, »Übernahmeprophylaxe: Die Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft« in: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 10 (2007), S. 97-100.

Das Ergebnis ist insofern überraschend, als das Bundesverfassungsgericht im Mitbestimmungs-Urteil die Grenzen des Eigentumsrechts der Aktionäre relativ eng gezogen hat. 1976 hatten deutsche Unternehmen (darunter Daimler Benz, Höchst und Linde) [313→] gegen das Unternehmensmitbestimmungs-Gesetz (1976) geklagt, mit der Begründung, dass dieses Gesetz die Eigentumsrechte der Aktionäre verletze. Das Gesetz legt fest, dass sich der Aufsichtsrat zu gleichen Teilen aus Kapital- und Arbeitnehmervertretern zusammensetzen muss (paritätische Mitbestimmung).

Das Gericht führt in der Urteilsbegründung aus: » ... die Befugnis des Gesetzgebers zur Inhaltsbestimmung und Schrankenbestimmung [des Eigentums] ist um so weiter, je mehr das Eigentumsobjekt in einem sozialen Bezug und einer sozialen Funktion steht. Maßgebend hierfür ist der in Art. 14 Abs. 2 GG Ausdruck findende Gesichtspunkt, daß Nutzung und Verfügung in diesem Fall nicht lediglich innerhalb der Sphäre des Eigentümers bleiben, sondern Belange anderer Rechtsgenossen betreffen, die auf die Nutzung des Eigentumsobjekts angewiesen sind. Unter dieser Voraussetzung umfaßt das grundgesetzliche Gebot einer am Gemeinwohl orientierten Nutzung das Gebot der Rücksichtnahme auf den Nichteigentümer, der seinerseits der Nutzung des Eigentumsobjekts zu seiner Freiheitssicherung und verantwortlichen Lebensgestaltung bedarf.«⁵¹

Die »Belange anderer Rechtsgenossen, die auf die Nutzung des Eigentumsobjekts angewiesen sind« – oder einfacher ausgedrückt: die Interessen der Arbeitnehmer am Erhalt ihres Arbeitsplatzes – sind vom Gericht damals⁵² als *legitime* Interessen anerkannt worden, die eine *Einschränkung* der Eigentumsrechte der Aktionäre rechtfertigen können. Bei der Formulierung des Wertpapierübernahme-Gesetzes hat die »soziale Funktion« des Eigentums keine Rolle gespielt. Die Freiheit des Kapitalverkehrs und die Eigentumsrechte der Aktionäre stehen dort im Vordergrund. Der britische *Takeover Code* war das Modell, an dem sich die europäische Richtlinie und die rechtliche Regulierung von Übernahmen in Deutschland orientiert haben.

6. Gerichtsurteile (Delaware)

Die *poison pill* ist ein finanztechnisches Instrument, das von Martin Lipton zur Abwehr feindlicher Übernahmen entwickelt wurde. Es wird unter dem Namen *shareholder-rights* Plan in der Literatur diskutiert, existiert in verschiedenen Varianten und ist in zahlreichen Gerichtsverfahren getestet worden. Im Folgenden werden drei Gerichtsverfahren beschrieben, in denen die Legalität verschiedener Abwehrtechniken strittig war. Die Verfahren dokumentieren die Strategien der Angreifer und die Gegenmaßnahmen des Managements. In der Urteilsbegründung (opinion) werden die Grundsätze kommuniziert, die für die Entscheidungsfindung des Gerichtes maßgeblich waren.

⁵¹ Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Mitbestimmungsgesetz von 1976 (BVerfGE 50, 290, S. 340f.).

⁵² Das Urteil wurde am 1.3.1979 verkündet.

Unocal v. Mesa: Boone Pickens – in den 1980er Jahren ein bekannter US-Investor⁵³ – kontrollierte die *Mesa Petroleum Company*. Er benutzte dieses Unternehmen als [314→] Vehikel, um zunächst 13% des Petroleum Unternehmens *Unocal* zu erwerben. Im April 1985 kündigte B. Pickens ein öffentliches Übernahme-Angebot für Unocal an: 37% der Aktien von Unocal wollte er zum Preis von 54\$ per Aktie erwerben (cash). Die verbleibenden 49% sollten zu einem späteren Zeitpunkt im Tausch für nachrangig gesicherte Schuldverschreibungen erworben werden, deren Wert auf ca. 54\$ geschätzt wurde.

Der Erwerb der Aktien von Unocal sollte also in zwei Schritten erfolgen: Zunächst sollten 37% der Aktien gegen bar zum Preis von 54\$ erworben werden. Zu einem späteren Zeitpunkt sollte den Aktionären, die ihre Aktien nicht angeboten hatten oder die zu spät gekommen waren, Schuldverschreibungen angeboten werden. Der zweite Teil des Angebots war von geringem Wert, weil die Schuldverschreibungen nur nachrangig gesichert waren (junk bonds). Die Aktionäre waren also gezwungen, möglichst schnell ihre Aktien zum Verkauf anzubieten, um zu verhindern, dass sie zu einem späteren Zeitpunkt die *junk bonds* akzeptieren mussten.⁵⁴ Das Gericht hat diese Angebotsstruktur als »coercive« bezeichnet.

Das Management von Unocal hat das öffentliche Angebot als unzureichend zurückgewiesen – und damit wurde es zu einem »feindlichen« Übernahmeversuch. Das Management von Unocal hat dann eine Gegenstrategie entwickelt: Es hat den *eigenen* Aktionären ein Tauschgeschäft angeboten: Jede Unocal-Aktie würde gegen Wertpapiere (Schuldverschreibungen) getauscht, deren Wert von den beratenden Investmentbanken auf 72\$ geschätzt wurde. Dieses Angebot war an zwei Bedingungen gebunden: Erstens, der Angreifer (B. Pickens/Mesa Petroleum) wurde von diesem Angebot ausgeschlossen (selective self-tender). Damit hatte diese Verteidigungsstrategie bereits ein zentrales Merkmal einer *poison pill*: Es war selektiv und schloss den Angreifer aus. Zweitens, das Angebot sollte nur gelten für diejenigen Aktionäre, die bei dem Cash-Angebot (54\$) nicht zum Zuge gekommen waren, also für die verbleibenden 49% der Aktionäre.

Ein »rationaler« Aktionär sah sich jetzt mit der folgenden Situation konfrontiert: Hätte er das Angebot von B. Pickens angenommen (54\$ pro Aktie), hätte er auf das Unocal-Angebot (72\$ pro Aktie) verzichten müssen. Hätte er das Angebot von B. Pickens

⁵³ Boone Pickens hat sich vor allem als »greenmailer« einen Namen gemacht. Als »greenmail« bezeichnet man eine Technik, bei der ein aktiver Investor Anteile an einer *public corporation* erwirbt (zwischen 10-20%). Er versucht dann, das Management zu veranlassen, seinen Aktienanteil zu einem *höheren* Kurs zurückzukaufen – gegen das Versprechen, in Zukunft keine feindliche Übernahme zu planen. Die Technik hat eine gewisse Ähnlichkeit mit Erpressung. Der Supreme Court of Delaware bemerkt dazu: »[Mesa's] principle objective was greenmail ...« (Unocal v. Mesa, aaO. (FN 44), S. 956).

⁵⁴ Im Jargon der Finanztechniker wird dieses Angebot als two-tier front loaded cash tender offer bezeichnet. *Two-tier*: die Übernahme von Unocal erfolgt in zwei Schritten (erst ein Geldangebot, dann ein Tausch gegen Schuldverschreibungen); *front-loaded*: das erste Geld-Angebot ist günstiger als das zweite Tauschangebot.

nicht angenommen, wäre das Cash-Angebot von B. Pickens nicht erfolgreich gewesen, und dann hätte auch das Angebot von Unocal keine Gültigkeit gehabt (denn es war an die Bedingung gebunden, dass B. Pickens bereits 37% der Aktien erworben hatte). Das Management von Unocal hat also für die Aktionäre ein Dilemma geschaffen, für das es zunächst keine »rationale« Lösung gab. Damit war der Zweck der Gegenstrategie von [315→] Unocal erreicht: Die Aktionäre sollten daran gehindert werden, ihre Aktien an B. Pickens zu verkaufen.⁵⁵

Der Supreme Court von Delaware kommt in einem Berufungsverfahren zu folgendem Ergebnis:⁵⁶ »... Mesa's tender offer was both inadequate and coercive. Under the circumstances the board [of Unocal] had both the power and duty to oppose a bid it perceived to be harmful to the corporate enterprise. On this record we are satisfied that the device Unocal adopted is reasonable in relation to the threat posed, and that the board acted in the proper exercise of sound business judgment. We will not substitute our views for those of the board if the latter's decision can be attributed to any rational business purpose« (S. 949).

Das Gericht geht also *nicht* davon aus, dass das Management bei feindlichen Übernahmen zur »Neutralität« verpflichtet sei. Es argumentiert vielmehr: [The board of directors] »had the power and duty to oppose a bid it perceived to be harmful to the corporate enterprise.« Der Ausdruck »harmful to the corporate enterprise« weist darauf hin, dass das Gericht seine Begründung an der »social entity conception«⁵⁷ orientiert. Das Management ist verpflichtet, die Konsequenzen der Übernahme für die Gläubiger und die Belegschaft abzuschätzen.⁵⁸

Das Gericht akzeptiert auch die selektive Behandlung der Aktionäre, d.h. den Ausschluss des Angreifers (B. Pickens) vom Rückkauf-Angebot: »Thus, while the exchange offer is a form of selective treatment [of shareholders], given the nature of the threat posed here the response is neither unlawful nor unreasonable.« Mit diesem Urteil wird Abwehrmaßnahmen Legalität verliehen, die gegen den Angreifer *diskriminieren*.⁵⁹

⁵⁵ Es wird hier nur eine verkürzte Version der Unocal-Story gegeben. Tatsächlich war dieser »geniale« Schachzug des Unocal-Managements ein Pyrrhussieg. Die institutionellen Eigentümer von Unocal haben diese Lösung nicht akzeptiert und das Management gezwungen, den *free cash flow* an sie auszuzahlen. Vgl. dazu Jeffrey Gordon, »The Story of Unocal v. Mesa Petroleum: The Core of Takeover Law« in: Mark Ramseyer (Hg.), *Corporate Law Stories*, New York 2009, S. 227-241, S. 234.

⁵⁶ Quelle: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (June 10, 1985) Del. Lexis 482 (Opinion: Andrew Moore II).

⁵⁷ Vgl. Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, aaO. (FN 37), S. 270f..

⁵⁸ »... the impact on ›constituencies‹ other than shareholders, i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally« (*Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, aaO. (FN 56), S. 955).

⁵⁹ Eine detaillierte Analyse des Urteils findet sich in Gordon, *The Story of Unocal v. Mesa Petroleum*, aaO. (FN 55).

Es wird deutlich, dass ein Rechtssystem, das überwiegend über Gerichtsurteile operiert (common law), sehr differenzierte *Einzelfallentscheidungen* produzieren kann. Das Gericht kann davon ausgehen, dass nachfolgende Streitfälle ungleich genug sind, um ein früheres Urteil (precedent) korrigieren zu können.⁶⁰ Ein *civil-law* System verfügt über ein geringeres Maß an Flexibilität. Es operiert über allgemeine Regeln, die die Diskriminierung [316→] einzelner Aktionäre nicht zulassen. Ein deutsches Gericht könnte sich nicht über das Gleichbehandlungsgebot, das in § 53a AktG formuliert ist, hinwegsetzen.

Moran v. Household: Im August 1984 beschloss der Verwaltungsrat von Household International, einen *shareholder-rights* Plan (= poison pill) zu implementieren. Das Unternehmen war aktuell nicht von einer feindlichen Übernahme bedroht. Es hat die *poison pill* als präventive und abschreckende Maßnahme gegen potentielle Angreifer eingeführt.⁶¹

Jeder Aktionär von Household erhielt pro Stammaktie eine Option, die den Erwerb weiterer Aktien zu einem Sonderpreis ermöglichte. Der Verwaltungsrat definierte zwei Ereignisse, die die Optionen aktivieren sollten: Ein öffentliches Übernahmeangebot für 30% der Aktien von *Household* oder der Erwerb von 20% der Aktien von einem einzelnen Aktionär.

John A. Moran war Präsident der privaten Investment-Firma *Dyson-Kissner-Moran*. Diese Investment-Firma war der größte Aktionär von *Household*. J. Moran war daher auch Mitglied des Verwaltungsrates von Household. Bei der Verabschiedung des *shareholder-rights* Plans hatte er gegen diesen Plan gestimmt. Der Plan wurde jedoch mit 14:2 Stimmen angenommen.

Nach dieser Abstimmung verklagte J. Moran das Unternehmen mit der Begründung, dass der Verwaltungsrat nicht befugt sei, einen *shareholder-rights* Plan zu verabschieden.⁶² Die *poison pill*, die *Household* implementiert hatte, verhinderte eine zukünftige feindliche Übernahme. Als Großaktionär hätte Dyson-Kissner-Moran von einem Übernahmeangebot profitiert (Übernahmeprämie). Die *poison pill* verhinderte auch, dass Dyson-Kissner-Moran den Anteil am Unternehmen auf über 20% erhöhen konnte und begrenzte damit das Einflusspotential des Großaktionärs.

⁶⁰ Das Prinzip *stare decisis* (= das Gericht hat seine früheren Entscheidungen zu respektieren) kann also umgangen werden, wenn nachfolgende Fälle als »ungleich« interpretiert werden. Dies verleiht *common-law* Systemen einen hohen Grad an Flexibilität (und macht sie gleichzeitig »unberechenbar«).

⁶¹ Household Intern. hatte 77.000 Beschäftigte und gehörte 1984 zu den 100 größten US-Unternehmen. Es war ursprünglich eine Konsumentenkredit-Bank, hatte sich jedoch durch Zukäufe zu einem Konglomerat entwickelt und besaß Versicherungen, Fluglinien und Industrieunternehmen.

⁶² Die Klageschrift enthielt eine *ultra vires* Begründung: Es ging um die Frage, ob der *shareholder-rights* Plan durch die *business judgement rule* gedeckt war oder ein »ultra vires act« war (David Newmann, »Delaware Serves Shareholders the ›Poison Pill‹: Moran v. Household International, Inc.« in: *Boston College Law Review* 27 (1986), S. 641-680, S. 674, Fn 318).

In der Berufungsinstanz stellte der Supreme Court of Delaware zunächst fest:⁶³ »The primary issue here is the applicability of the business judgment rule as the standard by which the adoption of the Rights Plan should be reviewed«. ⁶⁴ Das Gericht kommt zu dem Ergebnis: »... in reviewing a pre-planned defensive mechanism it seems even more appropriate to apply the business judgment rule.« Das Gericht weist auch die Argumente des Klägers zurück, nämlich dass mit diesem Plan ein erheblicher Machtgewinn des Management auf Kosten der Aktionäre legitimiert werde.⁶⁵ Die Schlussfolgerung lautet: **[317→]** »... the Household Directors receive the benefit of the business judgment rule in their adoption of the Rights Plan«. ⁶⁶

Das Urteil des Supreme Court legitimiert den Verwaltungsrat eines Unternehmens, einen *shareholder-rights* Plan als präventive Maßnahme zu implementieren, unabhängig von einem öffentlichen Übernahmeangebot. Das Urteil wurde durch mehrere nachfolgende Gerichtsverfahren bestätigt. Nach dem Urteil des Supreme Court haben die meisten großen US-Unternehmen in den 1990er Jahren eine *poison pill* implementiert, um sich gegen unerwünschte Übernahmen zu schützen.⁶⁷

Die Legalität der *poison pill* gilt jedoch nicht unbeschränkt: Das Gericht kann in jedem Einzelfall überprüfen, ob der Plan eine »angemessene« (reasonable) Abwehrmaßnahme gegen ein feindliches Übernahmeangebot ist und ob die Voraussetzung für die Anwendung der *business judgement rule* gegeben sind.⁶⁸

Blasius Industries v. Atlas Corp.: Die Investoren W. Delano und M. Lubin hatten mit Hilfe der Investment Bank Drexel, Burnham & Lambert die Kontrolle über die Firma Blasius Industries erhalten. Sie benutzten dieses Unternehmen als Vehikel, um 9% der Aktien des Bergwerkunternehmens Atlas Corp. zu erwerben. Sowohl die Kontrolle über Blasius Ind. als auch der Erwerb der Aktien von Atlas Corp. wurde mit Hilfe von *junk bonds* finanziert, die von der Investment-Bank Drexel, Burnham & Lambert ausgegeben wurden. Die Investoren Delano und Lubin waren also im Dezember 1987 hoch verschuldet.

Atlas Corp. war ein diversifiziertes Unternehmen, das im Gold- und Uranbergbau und in der Metallindustrie tätig war. Das Management von Atlas Corp. hatte das Unternehmen restrukturiert und fokussiert: Viele Unternehmensteile waren verkauft worden, und das Unternehmen konzentrierte sich auf den Goldbergbau. Auf Grund der

⁶³ Vgl. Moran v. Household International, 500 A.2d 1346; Nov. 19 1985, Del. Lexis 557.

⁶⁴ Moran v. Household International, aaO. (FN 63), S. 1350.

⁶⁵ »... a fundamental transfer of power from the stockholders to the directors« (Moran v. Household International, aaO. (FN 63), S. 1352).

⁶⁶ Moran v. Household International, aaO. (FN 63), S. 1357.

⁶⁷ Vgl. dazu Figure 5.1 (Poison pill adopted: 1985-2009) in Patrick Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 5th ed., Hoboken 2011, S. 189).

⁶⁸ Die Gerichte verweisen in der Regel auf drei Voraussetzungen: Das Management darf seine »fiduciary duty« gegenüber den Aktionären nicht verletzen; es muss in »gutem Glauben« handeln (good faith) und es muss seine Sorgfaltspflicht erfüllen (appropriate care).

Unternehmensverkäufe verfügte das Unternehmen über relativ hohe Geldreserven (free cash flow).

Delano/Lubin versuchten zunächst, das Management von Atlas Corp. zu veranlassen, einen »Restrukturierungsplan« zu implementieren: Atlas Corp. sollte an seine Aktionäre eine Sonderdividende in Höhe von 35 Mill. \$ in bar ausschütten. Weiterhin sollte das Unternehmen Schuldverschreibungen an die Aktionäre in Höhe von 125 Mill. \$ verteilen – und zwar ohne Gegenleistung der Aktionäre. Die Schuldverschreibungen sollten mit 7% verzinst und durch die Goldreserven des Unternehmens gesichert werden. Insgesamt sollte also eine Sonderdividende an die Aktionäre in Höhe von ca. 160 Mill. \$ verteilt werden.

Der Aktienkurs von Atlas Corp. lag Anfang Januar 1988 bei ca. 33 \$; das Unternehmen hatte 3 Mill. Aktien ausgegeben. Die Börsenkapitalisierung betrug ca. 100 Mill. \$. Delano/Lubin verlangten also von Atlas die Ausschüttung einer Sonderdividende in Höhe von [318→] 160% der Börsenkapitalisierung. Wären sie mit ihrem Restrukturierungsplan erfolgreich gewesen, hätten sie ihren Anteil von 9% an der Atlas Corp. innerhalb weniger Monate mit 160% verzinsen können.

Der Verwaltungsrat der Atlas Corp. hat den »Restrukturierungsplan« von Delano/Lubin abgelehnt und ihn als das bezeichnet, was er tatsächlich war: Ein Plan zur Ausplünderung des Unternehmens. Nach der sog. »Restrukturierung« hätte Atlas Corp. seinen gesamten *cash flow* verloren und wäre hoch verschuldet gewesen.

Das Management von Atlas Corp. hatte eine Achillesferse, über die Delano/Lubin informiert waren: In der Satzung von Atlas Corp. war festgelegt, dass der Verwaltungsrat (board of directors) maximal 15 Mitglieder haben konnte; er hatte aber nur sieben Mitglieder. Delano/Lubin haben daher eine Aktionärsbefragung organisiert und den Aktionären die folgenden Punkte zur Abstimmung vorgelegt:⁶⁹ Erstens, die Aktionäre sollten der Ausschüttung der Sonderdividende in der beschriebenen Form zustimmen. Zweitens, sie sollten acht zusätzliche, von Delano/Lubin nominierte Mitglieder für den Verwaltungsrat wählen. Damit hätten Delano/Lubin über die Mehrheit im Verwaltungsrat verfügt; sie hätten das amtierende Management entlassen und die Sonderdividende ausschütten können.

In Reaktion auf die bevorstehende Aktionärsbefragung hat der Verwaltungsrat von Atlas in einer Krisensitzung per Telefon am 31. Dez. 1987 zwei zusätzliche Direktoren in den Verwaltungsrat gewählt. Der Verwaltungsrat hatte damit neun Mitglieder; Delano/Lubin konnten nur noch sechs zusätzliche Mitglieder wählen lassen und hätten damit keine Mehrheit im Verwaltungsrat gehabt. Delano/Lubin haben gegen die Nominierung von zwei zusätzlichen Direktoren beim *Court of Chancery* (Dela-

⁶⁹ Das Verfahren eines Aktionärsreferendums (= written consent) ist geregelt in § 211, Abs. 2b DGCL. Ein Vorschlag ist nur dann angenommen, wenn die Mehrheit der *stimmberechtigten* Aktionäre für den Vorschlag stimmt. Die Hürde ist also sehr hoch. Vgl. dazu: Harvard Law School Forum, *Action by written consent*, Verfügbar: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/07/05/action-by-written-consent-a-new-focus-for-shareholder-activism/> [Okt. 2011].

ware) geklagt. Sie argumentierten, dass diese Nominierung das Grundrecht der Aktionäre verletze, die Direktoren einer Aktiengesellschaft zu wählen (corporate democracy).

Das Gericht stellte zunächst fest, dass der Restrukturierungsplan von Delano/Lubin nicht ungewöhnlich sei: [It is] »a commonplace form of transaction, a corporation typically raises cash by sale of assets and significant borrowings and makes a large one time cash distribution to shareholders«. ⁷⁰ Diese Feststellung war zutreffend: Vor allem Michael Jensen, ein (damals) führender Vertreter der Finanzwissenschaft, vertrat die These, dass *free cash flow* an die Aktionäre verteilt werden sollte. ⁷¹ Ein hoher Verschuldungsgrad des Unternehmens sei ein effizientes Mittel, das Management zu überwachen. Das hier beschriebene Gerichtsverfahren zeigt im Detail, wie diese Empfehlungen der Finanzwissenschaft von »aktiven« Investoren in der Praxis umgesetzt werden.

Das Gericht teilte die Zweifel des Managements, ob die von Delano/Lubin geplante »Restrukturierung« im Interesse des Unternehmens und der Aktionäre sei. Auch Richter [319→] Allen sah darin eine für das Unternehmen »gefährliche« Operation. Er verurteilte jedoch die vom Verwaltungsrat vorgenommene Wahl von zwei zusätzlichen Direktoren als »an inequitable interference with the exercise of shareholder rights«. ⁷² Richter Allen kommt in seiner Urteilsbegründung zu folgendem Ergebnis: » ... the deferential business judgement rule does not apply to board acts taken for the primary purpose of interfering with a stockholder's vote, even if taken advisedly and in good faith«. ⁷³ Die Wahl von zwei zusätzlichen Direktoren war ein Angriff auf die Aktionärsdemokratie und damit war die Grenze der *business judgement rule* erreicht.

Das Recht und die Pflicht des Managements, das Unternehmen zu leiten (business judgement rule) stehen im Konflikt zum Prinzip der Aktionärsdemokratie. Die Aktionäre sind die Eigentümer. Ein grundlegendes Recht der Aktionäre ist die Wahl der Direktoren. »If the stockholders are displeased with the action of their elected representatives, the powers of corporate democracy are at their disposal to turn the board out.« ⁷⁴ Die Güterabwägung von Richter Allen wird damit deutlich: Die Aktionärsdemokratie hatte in *diesem* Fall Vorrang vor der *business judgment rule*.

⁷⁰ Blasius Indus. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651, Del. Supr. Ct., 1988, S. 654 Verfügbar: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2007/09/20070904-blasius-opinion.pdf> [Febr. 2012].

⁷¹ Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, aaO. (FN 19).

⁷² Blasius Indus. v. Atlas Corp., aaO. (FN 70), S. 657.

⁷³ Blasius Indus. v. Atlas Corp., aaO. (FN 70), S. 659.

⁷⁴ Unocal v. Mesa, aaO. (FN 44), S. 959; vgl. dazu Strine, The Story of Blasius Industries v. Atlas Corp., aaO. (FN 22), S. 248.

Die Urteilsbegründung, die Richter Allen im Fall *Blasius v. Atlas* geschrieben hat, ist sehr umfangreich und kann hier im Detail nicht analysiert werden.⁷⁵ Für die Analyse des Gerichtsurteils ist jedoch noch die folgende Information von Bedeutung:

Das Aktionärsreferendum (written consent) wurde durchgeführt und hatte einen knappen Ausgang. Ca. 48% der Aktionäre von Atlas Corp. stimmten für den von Delano/Lubin vorgelegten Restrukturierungsplan.⁷⁶ Dies zeigt, dass aktive Investoren auf die Unterstützung (passiver) Investment-Fonds zählen können, wenn sie Restrukturierungspläne verfolgen, die eine kurzfristige Kurs- und Gewinnsteigerung versprechen.⁷⁷ Die Pläne von Delano/Lubin hatten nichts mit unternehmerischer Innovation zu tun, sondern waren nur auf die Ausplünderung des Unternehmens gerichtet. Das Gerichtsverfahren *Blasius v. Atlas* zeigt, in welcher Weise die Eigentümer eines Unternehmens ihr Eigentum schädigen können. [320→]

7. Schlussfolgerungen

1. In einer vergleichenden Studie über die rechtliche Regulierung feindlicher Übernahmen in den USA und Großbritannien stellen Armour und Skeel die Frage: ».. why is Delaware's jurisprudence so much friendlier to managers than the British Takeover Code?«⁷⁸ Die Autoren argumentieren, dass die Unterschiede in den unterschiedlichen Regulationsformen begründet sind: In Großbritannien werden Übernahmen durch einen *Code of Conduct* reguliert, der von den Finanzmarkt-Akteuren formuliert wurde und dessen Einhaltung von ihnen auch kontrolliert wird. Der *Takeover Code* illustriert eine von Stigler formulierte These: Regulierungsgesetze und Regulierungsbehörden werden von denjenigen kontrolliert, die davon profitieren. Institutionelle Investoren, Banken und Versicherungen profitieren am stärksten von der Liberalisierung des Marktes für Unternehmenskontrolle. Sie versuchen daher, Form und Inhalt der Regulierung zu bestimmen.⁷⁹

⁷⁵ Eine detaillierte Analyse des Urteils findet sich in Strine, *The Story of Blasius Industries v. Atlas Corp.*, aaO. (FN 22); die Rolle von Richter Allen in diesem (und in anderen) Urteilen des *Chancery Court of Delaware* wird gewürdigt in Gordon Smith, »Chancellor Allen and the Fundamental Question« in: *Seattle University Law Review* 21, Nr. 3 (1998), S. 577-611.

⁷⁶ Delano/Lubin haben diesen Wahlausgang vor Gericht bestritten und eine Neuauszählung der Stimmen beantragt. Das Gericht hat das Ergebnis der Auszählung bestätigt und den Antrag zurückgewiesen. Vgl. dazu *Blasius v. Atlas*, aaO. (FN 70), S. 663f.

⁷⁷ Tweedy Browne war ein (passiver) institutioneller Investor, der im Mai 1988 einen Anteil von 21,2% an der Atlas Corp. hielt und diesen Anteil an die *Securities Exchange Commission* gemeldet hatte (Pflichtmitteilung). In einer Pressemitteilung ließ er mitteilen, dass er die »Restrukturierungspläne« von Delano/Lubin unterstütze (NYT, 27.2.1988).

⁷⁸ John Armour, / David Skeel, »Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why: The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation« in: *Georgetown Law Journal* 95, Nr. 6 (2007), S. 1727-1794, S. 1729. Vgl. dazu die Analyse der Regulierung der britischen Finanzmärkte in Moran, *The Politics of the Financial Services Revolution*, aaO. (FN 16), S. 57ff. (meso-corporatism).

⁷⁹ George Stigler, »The Theory of Economic Regulation« in: *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, Nr. 1 (1971), S. 3-21, S. 3. Vgl. dazu auch die in der Literatur vertretene »capture«-These: Die von der Regulierung betroffenen Interessengruppen versuchen, die Regulierungsbehörde zu kontrollieren. Beispiel: Das Führungspersonal der *Security Exchange*

In den USA ist die Regulierungsform der (feindlichen) Übernahmen komplexer als in Großbritannien. Es gibt einen »Markt für Regulierung«, auf dem die Einzelstaaten konkurrieren.⁸⁰ Die Unternehmen können wählen, in welchem Staat sie sich inkorporieren (institution/regulation shopping). Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass mehr als die Hälfte der großen US-Aktiengesellschaften in Delaware inkorporiert sind. Der Gesetzgeber und die Rechtsprechung in Delaware können die Interessen der Manager nicht ignorieren. Die Manager entscheiden darüber, in welchem Staat ihr Unternehmen inkorporiert wird.⁸¹ Delaware kann aber auch die Interessen der Aktionäre nicht vernachlässigen, weil dies den Aktienkurs negativ beeinflussen würde. Delaware verfügt über ein Gerichtssystem, das in Wirtschaftsrecht spezialisiert ist und einen kontinuierlichen Strom von Urteilen produziert, in denen versucht wird, die Machtbalance zwischen Managern und Aktionären zu wahren (multi-constituency view of the corporation).

Die Unterschiede zwischen Deutschland und den USA lassen sich nicht auf den Unterschied zwischen *common law* (Gerichtsentscheidungen) und *civil law* (allgemeine [321→] Regeln) zurückführen. Es gibt auch in Deutschland Rechtsbereiche, die durch Richterrecht gesteuert werden: Das Streikrecht liefert ein Beispiel. Es gibt in Deutschland kein Streikgesetz (so wie es in Delaware kein Übernahmegesetz gibt). Spezifische Arbeitsk Kampfmaßnahmen werden durch eine Vielzahl von Gerichtsentscheidungen legalisiert oder verboten (z.B. Warnstreiks, Aussperrung).

Eine Erklärung für die Unterschiede liefert das europäische Recht: Die Europäische Union wollte einen einheitlichen europäischen Markt für Unternehmenskontrolle schaffen. Ähnlich wie im Binnenmarkt sollten auch auf diesem Markt alle Schranken beseitigt werden, die den freien Kapitalverkehr und den ungehinderten Erwerb von Unternehmen behindert könnten.⁸² Der *Inhalt* der Übernahme-Richtlinie wurde vom Takeover-Code und der dort festgeschriebenen Neutralitätspflicht der Manager beeinflusst: »... the Code strictly prohibits management from employing any defensive tactics that would have the effect of frustrating an actual or anticipated bid.«⁸³

Commission (USA) wird in der Regel von den Investment-Banken gestellt (Thomas McCraw, »Regulation in America: A Review Article« in: *Business History Review* 49, Nr. 2 (1975), S. 159-183, S. 162f.).

⁸⁰ Romano, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, aaO. (FN 39); zur Kritik vgl. Roe, Delaware's Competition, aaO. (FN 39).

⁸¹ »... Delaware collects incorporation fees totaling roughly 20% of state revenues and is therefore dependent on producing corporate law that firms demand« (Robert Daines, »Does Delaware Law Improve Firm Value?« in: *Journal of Financial Economics* 62, Nr. 3 (2001), S. 525-558, S. 526).

⁸² Vgl. dazu den Begriff der »negativen Integration« (Fritz Scharpf, *Balancing Positive and Negative Integration: The Regulatory Options for Europe*, MPIfG Working Paper 8, Köln 1997).

⁸³ Armour, / Skeel, Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why: The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation, aaO. (FN 78), S. 1729.

2. Eine weitere Frage lautet: Sind feindliche Übernahmen ein Instrument, um Innovationen und jene »kreative Zerstörung« zu fördern, die Schumpeter für das Wesen des Kapitalismus hielt?

Man kann zunächst feststellen, dass feindliche Übernahmen eine wichtige Rolle gespielt haben, um die ineffizienten Konglomerate, die Manager über Jahrzehnte in den USA aufgebaut hatten, zu restrukturieren und in effiziente und profitable Einzelunternehmen zu zerlegen. Hier ist die »innovative« Funktion feindlicher Übernahmen unbestritten.⁸⁴

Im Laufe der 1980er Jahre sind feindliche Übernahmen jedoch immer mehr zu einem Instrument geworden, mit dem »aktive« Investoren versucht haben Unternehmen auszuplündern. Die Fallstudie Blasius v. Atlas liefert ein extremes Beispiel: Der von den »aktiven« Investoren vorgeschlagene Restrukturierungsplan hatte mit Innovation nichts zu tun; seine Umsetzung hätte das Unternehmen ruiniert.

Institutionelle Investoren, die in Konkurrenz gegeneinander stehen und zur kurzfristigen Profitmaximierung gezwungen sind, werden zu Trittbrettfahrern, die die Ausplünderungsprogramme von aktiven Investoren unterstützen. Das Ergebnis der Aktionärsbefragung bei der Atlas Corp. liefert für diese These ebenfalls ein Beispiel.

3. In Deutschland befand sich das Unternehmen Mannesmann Ende der 1990er Jahre mitten in einem Prozess der Restrukturierung: Es sollte aus einem inzwischen nicht mehr profitablen Unternehmen der Montanindustrie (Röhrenproduktion) in ein Hochtechnologie-Unternehmen transformiert werden. Die feindliche Übernahme von Vodafone (2000) richtete sich nicht gegen ein ineffizientes Management, sondern entfernte ein innovatives Management aus dem Amt. Die Übernahme von Mannesmann war eine feindliche Zerschlagungsübernahme: Mannesmann existiert nicht mehr. Es gibt kein [322→] empirisches Verfahren, das die Behauptung belegen könnte, dass aus Mannesmann ein Jahrzehnt später ein effizientes und profitables Hochtechnologie-Unternehmen geworden wäre – wenn man dem Management nur eine Chance gegeben hätte. Es gibt aber ebenso wenig einen empirischen Beweis dafür, dass die Übernahme durch Vodafone den Industriestandort Deutschland in irgendeiner Weise gestärkt hätte. Vergleichbare Überlegungen gelten für die feindliche Übernahme von Hochtief durch das spanische Unternehmen ACS.

4. In den 1980er Jahren wurde die britische Finanzindustrie dereguliert (d.h. restriktive Handelsbeschränkungen wurden abgeschafft) und zugleich re-reguliert (d.h. die staatliche Regulierung wurde an globale Standards angepasst). Moran weist darauf hin, dass dieser »Big Bang« im britischen Finanzsektor eine Reaktion auf die Deindustrialisierung Großbritanniens war.⁸⁵ Während die britische Industrie zuneh-

⁸⁴ Zum Prozess der »deconglomeration« vgl. Gerald Davis, et al., »The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form« in: *American Sociological Review* 59, Nr. 4 (1994), S. 547-570.

⁸⁵ Vgl. dazu Moran, *The Politics of the Financial Services Revolution*, aaO. (FN 16), S. 58ff.

mend an Wettbewerbsfähigkeit verlor, fand im Finanzsektor ein »revolutionärer« Wandel statt. Im Kontext dieses revolutionären Wandels ist die erste Version des britischen *Takeover Code* entstanden.

Es stellt sich die Frage, ob dieser *Code*, der in einem Land entwickelt wurde, für das die Finanzindustrie eine zentrale Bedeutung für die nationale Wertschöpfung hat, auch das angemessene Übernahme-Gesetz für ein Land ist, das sich immer noch als »Industriestandort« versteht.⁸⁶ Der britische *Takeover Code* orientiert sich an den Interessen der Banken und der Börse in der City of London. Für Deutschland wäre ein Übernahme-Gesetz sinnvoller, das sich an den Interessen der »Realökonomie« orientiert.

5. Last, but not least: Zerstören feindliche Übernahmen die »corporate form«? Aktiengesellschaften in Streubesitz sind verwundbar. Dies gilt auch und gerade für Aktiengesellschaften, die von professionellen Eigentümern dominiert werden, die dem Zwang zur kurzfristigen Gewinnmaximierung unterliegen (institutionelle Investoren).⁸⁷

Strine weist darauf hin, dass Richter Allen seine Urteile am Prinzip der Überlebensfähigkeit der Aktiengesellschaft als *Form* (corporate form) orientierte. »... the wealth generating benefits of the corporate form« sollten geschützt werden.⁸⁸ Es ging nicht darum, durch ein Gerichtsurteil dieses oder jenes Unternehmen vor dem Untergang zu retten, sondern es geht um die Frage der Überlebensfähigkeit der Aktiengesellschaft als »public corporation« – d.h. als eine im »öffentlichen« Streubesitz befindliche Unternehmensform, die im Markt für Unternehmenskontrolle spezifischen Gefährdungen ausgesetzt ist. Das eingangs zitierte Aperçu von Emil Rathenau kann in diesem Sinn interpretiert werden. [323→]

Der Markt für Unternehmenskontrolle, auf dem Unternehmen als Ganze gehandelt werden und auf dem Unternehmen einschließlich ihrer Belegschaften zur Ware werden, ist auf Dauer nur überlebensfähig, wenn er gegen den Opportunismus der institutionellen Investoren geschützt werden kann.

⁸⁶ Vgl. dazu Eamonn Fingleton, *In Praise of Hard Industries*, New York 1999.

⁸⁷ Vgl. dazu Paul Windolf, »Eigentümer ohne Risiko: Die Dienstklasse des Finanzmarkt-Kapitalismus« in: *Zeitschrift für Soziologie* 37, Nr. 6 (2008), S. 516-535.

⁸⁸ »What was most important to Allen was to make sure that Delaware's corporate common law provided a principled and predictable basis for resolving cases in a manner that helped preserve the wealth-generating benefits of the corporate form« (Strine, *The Story of Blasius Industries v. Atlas Corp.*, aaO. (FN 22), S. 255). Vgl. dazu auch: William Allen, et al., »Function over Form« in: *Delaware Journal of Corporate Law* 26 (2001), S. 859-895.