Sonderdruck aus:

Barbara Polster-Grüll / Hans Zöchling
Gottwald Kranebitter (Hrsg.)

Handbuch Mergers & Acquisitions

Albert Birkner / Christian Thaler

Verhaltensmaßstäbe für die Zielgesellschaft im Hostile Takeover

Linde

Verhaltensmaßstäbe für die Zielgesellschaft im Hostile Takeover

Albert Birkner / Christian Thaler

I. Einleitung und Grundlagen

II. Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten
- A. Allgemeines
- B. Geheimhaltung
- C. Bekanntmachungspflicht
- D. Bekanntmachungsmöglichkeit der Zielgesellschaft
- E. Rechtsfolgen falscher Bekanntmachungen

III. Transaktionsvereinbarungen
- A. Allgemeines
- B. Exklusivitätsvereinbarungen
- C. Break-up fees
- D. Standstill-Vereinbarungen
- E. Irrevocables

IV. Abwehrmaßnahmen
- A. Allgemeine Verhaltenspflichten
- B. Verhinderungsverbot und Objektivitätsgebot
- C. Einzelne Maßnahmen der Organe der Zielgesellschaft
- D. Durchbruchsregelung
- E. Wechselwirkungen Angebot und Verteidigungsmaßnahmen

V. Haftung der Organe der Zielgesellschaft für Äußerungen nach § 14 ÜbG
- A. Inhaltliche Anforderungen an die Äußerung und Sorgfaltsmaßstab
- B. (Verwaltungs)strafrechtliche Sanktionen
- C. Schadenersatz

VI. Zusammenfassung und Ergebnis

I. Einleitung und Grundlagen

*„Eine **feindliche Übernahme** ist eine Unternehmensübernahme, die ohne Zustimmung des Managements des gekauften Unternehmens erfolgt. Eine häufig angewendete und zugleich öffentlichkeitswirksame Strategie des potenziellen Käufers ist dabei das öffentliche Angebot an Aktionäre, Wertpapiere des zu übernehmenden Unternehmens zu einem Festpreis zu kaufen. Wenn auf diese Weise die absolute Mehrheit der Aktien erworben wird, reicht dies aus, die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen. Häufig werden Übernahmen danach unterschieden, ob sie ‚freundlich' oder ‚feindlich' durchgeführt werden. Als ‚feindlich' bezeichnen meist die Manager des Übernahmekandidaten jedes Angebot eines potenziellen Käufers von Anteilen, das sich direkt an die Eigentümer des Unternehmens (Aktionäre) richtet. Als **‚freundlich'** wird eine **Übernahme** demgegenüber bezeichnet, wenn sie in Abstimmung mit dem Management der zu übernehmenden Gesellschaft, gegebenenfalls sogar mit dessen Hilfe, durchgeführt wird. Dass eine nicht mit dem Management konsentierte Übernahme aus Sicht der einzelnen Aktionäre, also den Unternehmenseignern, als ‚feindlich' einzustufen ist, kann nicht pauschal gesagt werden. Häufig steigt sogar der Aktienkurs des Unternehmens, das aufgekauft werden soll. Aus diesem Grund sprechen Teile der Literatur in diesem Zusammenhang statt von ‚feindlicher' von einer ‚unkoordinierten' Übernahme."*[1]

Im Vergleich dazu definiert das **Global Investor Glossary** eine **feindliche Übernahme** kurz wie folgt: *„A hostile takeover is a takeover bid by one company for another, in which the directors of the target company oppose the bid. Their opposition may be temporary – in effect, a negotiating ploy to encourage a better offer from the bidder – and hostile bids can turn ‚friendly' after a period of public posturing. Some countries, and indeed some companies, are more accepting of hostile takeovers than others. American and British companies tend to consider them part of the cut and thrust of public status, whilst Continental European and Asian business consider them very bad form even if they are unable to prevent them."*[2]

Der **Begriff** der feindlichen Übernahme wurde auch in Österreich erst jüngst aus Anlass der geplanten Übernahme der Böhler-Uddeholm AG durch den Private Equity Fonds CVC diskutiert: Nach Bekanntwerden der Absicht seitens CVC, Böhler-Uddeholm zu übernehmen, bezeichnete das Management die geplante Transaktion als nicht im Unternehmensinteresse gelegen[3], der österreichische

---

[1] Wikipedia, die freie Enzyklopädie, http://de.wikipedia.org/wiki/Feindliche_%C3%9Cbernahme; Abruf am 26.4.2007.

[2] Global Investor Glossary, http://www.finance-glossary.com/terms/hostile-takeover.htm?ginPtrCode=00000&id=698&PopupMode=; Abruf am 26.4.2007.

[3] Kurier, 29.3.2007, Böhler-Übernahme durch CVC geplatzt; vgl auch die *Ad-hoc*-Meldung der Böhler-Uddeholm AG vom 28.3.2007: „Der Vorstand der Böhler-Uddeholm AG teilte BU Industrieholding GmbH heute mit, dass der von BU Industrieholding GmbH überlegte Verkauf ihres Aktienpakets an CVC Capital Partners zu keiner nachhaltigen Aktionärsstruk-

Bundeskanzler die Transaktion schlicht als „Katastrophe".[4] CVC zog sich daraufhin zurück, voestalpine AG als *white knight* veröffentlichten ihre Angebotsabsicht.[5] Was blieben, sind kritische Stimmen zur Ablehnung ausländischer Investoren in Österreich.[6]

Die Kodifizierung übernahmerechtlicher Vorschriften erfolgte in Österreich erstmals durch das **Übernahmegesetz** (ÜbG)[7] 1998. Eine grundlegende Novellierung erfuhr das ÜbG in der Folge durch das **Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006** (ÜbRÄG 2006)[8]. Dies zum einen deswegen, da die Europäische **Übernahmerichtlinie** (ÜbRL)[9] bis 20. Mai 2006 ins nationale Recht umgesetzt werden musste, andererseits aus verfassungsrechtlichen Bedenken, die vorwiegend gegen die im ÜbG (alt) vorgesehenen Verordnungsermächtigungen der Übernahmekommission (ÜbK) sowie den materiellen Kontrollbegriff (§ 22 ÜbG) gerichtet waren.[10]

Die zentrale Änderung des ÜbRÄG 2006 betrifft den gesetzlich festgeschriebenen **Kontrollbegriff**. Während im Rahmen des alten ÜbG für die unmittelbare Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung ein *materieller Kontrollbegriff*[11] die

---

tur für Böhler-Uddeholm AG führe und daher nicht im Interesse des Unternehmens sei. Der Vorstand ersuchte BU Industrieholding GmbH das Angebot der CVC nicht anzunehmen und im Interesse des Unternehmens gegebenenfalls andere Verkaufsalternativen zu prüfen."

4 Vgl dazu etwa die Website der Salzburger Nachrichten am 20.3.2007, http://www.salzburg.com/sn/wirtschaft/artikel/3168686.html, oder www.orf.at vom 20.3.2007.

5 *Ad hoc*- Meldung der voestalpine AG vom 29.3.2007, http://wbag.archiv.apa.at/act/adhocdb/volltext.htm?doc=OTA_20070329_OTA0026&such=.

6 Für viele Der Standard vom 29.3.2007: Der britische Investmentfonds CVC sei „völlig fassungslos", so eine Sprecherin der Investoren in einer ersten Stellungnahme. Der Böhler-Uddeholm-Vorstand habe sich in einem Brief an die CVC mit der ins Auge gefassten Strategie der CVC für den Edelstahlspezialisten einverstanden gezeigt – und stehe damit in krassem Gegensatz zum jetzigen Nein: „*Das gibt es auf der ganzen Welt nicht, dass sich ein Vorstand die Eigentümer des Unternehmens aussuchen kann.*"; Economist vom 29.03.2007, Not so welcome in Austria.

7 Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote, BGBl I 1998/127.

8 BGBl I 2006/75; zum ÜbRÄG siehe *Herbst* in diesem Band.

9 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl v 30.4.2004, L142/12.

10 VfGH vom 6.10.2006, G 151-153/05-17, V 115-117/05-17, auch abrufbar auf der Website der ÜbK unter http://www.takeover.at/Download/uebernahmegesetz_g151-05.pdf; der VfGH hielt fest: Folgende Bestimmungen des Übernahmegesetzes, BGBl. I Nr. 127/1998, waren verfassungswidrig:
– § 22 Abs 1, 2, 5 und 6,
– § 25 Abs 1 und 2 sowie
– die Wortfolge „oder 2. seiner Verpflichtung zur Stellung eines Angebots (§§ 22 bis 25) oder zur Mitteilung (§ 25 Abs 1) nach dem 3. Teil dieses Bundesgesetzes nicht entsprochen" in § 34 Abs 1.
Die 1. Übernahmeverordnung (1. ÜbV), kundgemacht im Veröffentlichungsblatt der Wiener Börse AG vom 11. März 1999, Veröffentlichung Nr. 115, war gesetzwidrig.

11 Vgl dazu § 22 Abs 2 ÜbG (alt): „Eine kontrollierende Beteiligung ist eine Beteiligung, die es dem Bieter allein oder gemeinsam mit anderen Rechtsträgern [...] ermöglicht, einen

erforderliche Flexibilität im Einzelfall gewährleisten sollte, sieht die Neuregelung für unmittelbare Beteiligungen einen starren Schwellenwert in Höhe von 30% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft vor. Dies betrifft nicht die Fälle der mittelbaren Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung. In diesen Fällen gilt nach wie vor der materielle Kontrollbegriff, indem § 22 Abs 3 ÜbG auf den beherrschenden Einfluss auf den die unmittelbare Beteiligung von 30% der Stimmrechte der Zielgesellschaft vermittelnden Rechtsträger abstellt.[12] Eine Definition des beherrschenden Einflusses bietet das ÜbG idF ÜbRÄG 2006 ungleich dem ÜbG (alt) jedoch nicht mehr. Es wird (analog der alten Rechtslage) auf die Kontrollbestimmungen der §§ 244 Abs 2 UGB, 15 Abs 2 AktG und 115 Abs 2 GmbHG sowie auf die Literatur und Judikatur zum 1. Abschnitt der 1. ÜbV abzustellen sein.[13]

Das ÜbRÄG enthält keine neuen spezifischen Regelungen zu feindlichen Übernahmen. Das **Verhinderungsverbot und Objektivitätsgebot** gemäß § 12 ÜbG galt unter der Bezeichnung Neuträlitätsgebot bereits nach ÜbG (alt). Eine grundlegende Änderung der darin für den Vorstand und den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft normierten Pflichten ergibt sich nicht. Insbesondere hat der österreichische Gesetzgeber ungleich anderen der ÜbRL unterliegenden Ländern von der in Art. 12 ÜbRL vorgesehenen Opting-out-Möglichkeit nicht Gebrauch gemacht.[14] Ungleich der Regelung etwa in Deutschland haben Vorstand und Aufsichtsrat einer Zielgesellschaft, die eine angekündigte Übernahme oder den Versuch einer angekündigten Übernahme ablehnen, keine Möglichkeit, durch gezieltes Zusammenwirken ohne Zustimmung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft als Versammlung der vom Angebot adressierten Anteilseigner Abwehrmaßnahmen gegen die feindliche Übernahme zu ergreifen.[15] Der Vorstand und der Aufsichtsrat sind berechtigt, ein ihrer Ansicht nach nicht angemessenes Angebot

---

beherrschenden Einfluss auf eine Zielgesellschaft auszuüben". Der Begriff der kontrollierenden Beteiligung war im 1. Abschnitt der 1. ÜbV in den §§ 1–8 näher definiert, wurde jedoch mit Ausnahme einer Vermutung an keiner formellen Kontrollschwelle festgemacht: *Spatz*, Pflichtangebot auch ohne Vorliegen eines der Kontrollerwerbstatbestände gemäß 1. ÜbV?, RdW 2002, 706 ff.

12 Zur Geltung des materiellen Kontrollbegriffs *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht[2] Rz 184 f.

13 Die ErlRV 1334 BlGNR 22. GP 13 zum ÜbRÄG 2006 verweisen zwar auf die Geltung des materiellen Kontrollbegriffs, nicht jedoch auf die nunmehr nicht mehr geregelte Definition des beherrschenden Einflusses.

14 Zum Opting-out gemäß ÜbRL im Zusammenhang mit dem Verhinderungsverbot und dem Objektivitätsgebot *Gall/Winner*, Der neue Vorschlag einer Übernahmerichtlinie – zu Mindestpreis, Break-Through, Squeeze-Out und Sell-Out, GeS aktuell 2003, 102.

15 Gemäß § 33a des deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, dBGBl I 2001, 3822 idF dBGBl I 2006, 1426 (dWpÜG), können Zielgesellschaften, die dem dWpÜG gemäß seinem § 1 unterliegen, aufgrund Satzungsregelung die in Art. 9 ÜbRL normierten Bestimmungen des europäischen Verhinderungsverbots und Objektivitätsgebots freiwillig anwenden; andernfalls gilt die weniger strenge Regelung des § 33 dWpÜG, die es dem Vorstand einer Zielgesellschaft ua ermöglicht, mit Zustimmung des Aufsichtsrates der Zielgesellschaft alle Maßnahmen zu setzen, die den Erfolg des Angebots eines Bieters verhindern.

auch durch eine entsprechend negative Stellungnahme gemäß § 14 ÜbG abzulehnen. Die Richtigkeit der Aussagen ist von der ÜbK zu prüfen.[16]

Inwieweit sich der Vorstand und der Aufsichtsrat aber darüber hinaus gegen feindliche Übernahmen wehren dürfen, ist in Anbetracht der strengen Regelung des ÜbG in der Praxis von hoher Relevanz. Unabhängig von der Qualifikation einer Übernahme als feindlich oder freundlich stellen sich aber im Zusammenhang mit einer Übernahme und dem dadurch bedingten Kontakt zwischen dem Bieter und der Zielgesellschaft eine Reihe von **rechtlich komplexen Fragen**: Darf die Zielgesellschaft dem Bieter im Rahmen der Prüfung einer Due-Diligence-Einsicht in die Zielgesellschaft gewähren, darf die Zielgesellschaft mit einem Bieter Exklusivitätsvereinbarungen schließen oder dürfen sich Vorstand und/oder Aufsichtsrat für den Fall des Zustandekommens oder des Scheiterns einer Übernahme vom Bieter oder von der eigenen Gesellschaft spezielle Vorteile (Zahlungen) zuwenden lassen?

Die **Techniken öffentlicher Übernahmeangebote** und deren **Abwehr** wurden im angloamerikanischen Rechtsraum entwickelt. In Europa kamen feindliche Übernahmen bisher selten vor, wenngleich deren Zahl und die Neigung der Bieter zu feindlichen Übernahmen steigend sind.[17] Ebenso wie *für* Übernahmen[18] gibt es für eine Zielgesellschaft eine Reihe von Gründen *gegen* eine Übernahme. Hinter der Aussage des Managements der Zielgesellschaft, eine Übernahme sei „nicht im Interesse der Zielgesellschaft" gelegen, können etwa die Erwartung des Verkaufs einzelner Teilbereiche der Zielgesellschaft (*asset stripping*), der Verlust von Entwicklungs- und Markterwartungen infolge nicht oder wenig kongruenter Geschäftsaktivitäten des Bieters mit der Zielgesellschaft oder etwa auch schlicht der befürchtete Austausch des Managements stehen. In der Praxis zeigt sich, dass Übernahmesituationen für Zielgesellschaften mit erhöhtem Aufwand verbunden sind. Die Komplexität der Regelungen und die notwendig zu koordinierende Einhaltung zumindest kapitalmarktrechtlicher, übernahmerechtlicher und aktienrechtlicher Normen sowie weiterer Best Practise Codes wie etwa des Code of Corporate Governance bedingen die genaue Planung einer Übernahme ebenso wie die Abwehr einer als feindlich eingestuften Übernahme.

[16] ÜbK Stellungnahme v. 15.11.2000, GZ 2000/3/3-65 (Schwechater AG, BBAG, Brau Union).

[17] Vgl zB die feindlichen Übernahmen oder Übernahmeversuche Mannesmann/Vodafone, Aventis/Sanofi, Endesa/E.ON, Wella/Procter & Gamble, Schering/Bayer, London Stock Exchange/Deutsche Börse.

[18] Näher hiezu *Winner*, Zielgesellschaft, 22 ff.

II. Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten

A. Allgemeines

Das ÜbG regelt in §§ 5 und 6 einerseits die besonderen **Geheimhaltungspflichten** des Bieters, der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft sowie der Aktionäre der Zielgesellschaft, andererseits die **Bekanntmachungspflichten** des Bieters und der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft. Geheimhaltungspflichten bestehen in den Fällen, in denen der Bieter die Stellung eines Angebots überlegt oder beabsichtigt oder die Herbeiführung von Tatsachen überlegt oder beabsichtigt, die ihn zur Stellung eines Angebots verpflichten würden. Bekanntmachungspflichten des Vorstandes und des Aufsichtsrates der Zielgesellschaft bestehen nach § 6 Abs 2 ÜbG, wenn bei den Titeln der Zielgesellschaft erhebliche Kursbewegungen oder auf dem Markt Gerüchte und Spekulationen auftreten, die auf die Vorbereitung eines Angebots oder diesbezügliche Überlegungen zurückzuführen sind.[19] Die Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten sollen während der Angebotsvorbereitung sicherstellen, dass kapitalmarktrechtliche Vorschriften, insbesondere die Bestimmungen über Insider-Handel und Marktmissbrauch, nicht verletzt werden.[20] Nach ÜbG nicht zur Bekanntmachung verpflichtet sind die Aktionäre der Zielgesellschaft. Die Bestimmungen der §§ 5 und 6 ÜbG sind durch das ÜbRÄG 2006 kaum verändert worden.[21]

Die übernahmerechtlichen Rechtsfolgen einer Bekanntmachung des Bieters nach § 5 ÜbG sind (i) die Verpflichtung des Bieters gemäß § 10 Abs 1 ÜbG, der ÜbK binnen zehn Börsetagen nach der Bekanntmachung das Angebot anzuzeigen, (ii) die Anwendbarkeit der Bestimmungen des § 16 ÜbG hinsichtlich Paralleltransaktionen, und (iii) das Verbot gemäß § 21 Abs 2 ÜbG für den Bieter, ein weiteres Angebot zu stellen, wenn nach Bekanntgabe der Angebotsabsicht binnen der in §§ 9 Abs 1 und 22 Abs 1 ÜbG normierten Fristen kein Angebot angezeigt und veröffentlicht wird.[22]

Fraglich erscheint, inwieweit die Geheimhaltungs- und Bekanntmachungspflichten der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft gemäß § 6 Abs 2 ÜbG im Zusammenhang mit einer feindlichen Übernahme zur **Störung des Bieters** eingesetzt werden können.

---

[19] Siehe hiezu *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht[2] Rz 118 ff mwN; *Winner*, Zielgesellschaft, 107 ff; *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität und übernahmerechtliche Offenlegungspflichten, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 38 ff; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 16 Rz 16 ff und § 23 Rz 75 ff; *Kalss/Fleischer*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 160.

[20] Vgl § 5 Abs 1 ÜbG; ErlRV 1276 BlGNR 20. GP 27; *Winner*, Zielgesellschaft, 108.

[21] *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität und übernahmerechtliche Offenlegungspflichten, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg.), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 50.

[22] *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 23 Rz 83; *Huber/Löber*, ÜbG, § 16 Rz 7; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht[2] Rz 128; *Winner*, Zielgesellschaft, 135 ff; *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität nach BörseG und ÜbG, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 57.

B. Geheimhaltung

Grundsätzlich unterliegen die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft gemäß § 6 Abs 2 ÜbG einem übernahmerechtlichen **Geheimhaltungsgebot.**[23] § 6 ÜbG verweist hinsichtlich der Pflichten der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft auf die in § 5 Abs 1 ÜbG normierten Pflichten des Bieters zur Geheimhaltung. Danach besteht eine Verpflichtung der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft zur Belehrung der im Zusammenhang mit dem Übernahmeverfahren tätigen Personen hinsichtlich ihrer Geheimhaltungsverpflichtungen und des Verbots des Missbrauchs von Insiderinformationen, zur Einrichtung organisatorischer Maßnahmen sowie interner Richtlinien für die Informationsweitergabe sowie die Pflicht zur Überwachung von deren Einhaltung.[24]

Das Geheimhaltungsgebot der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft bedeutet nicht, dass die übernahmerechtlich relevanten Tatsachen des Vorliegens einer Angebotsabsicht oder der Verwirklichung eines pflichtangebotsauslösenden Sachverhalts von den Verwaltungsorganen nicht an dritte Personen weitergegeben oder dritten Personen zugänglich gemacht werden dürfen. Wie im Rahmen der Möglichkeit der selektiven Preisgabe von Insider-Informationen nach Börserecht ist auch die Zugänglichmachung von übernahmerechtlich relevanten geheimhaltungspflichtigen Tatsachen unter bestimmten Voraussetzungen möglich.[25] Dabei ist der Kreis der informierten Personen möglichst klein zu halten. Information ist auf einer *need to know*[26]-Basis an im Rahmen der Übernahme tätige Personen sowie externe Dritte (insbesondere Berater) weiterzugeben.

Die von der Zielgesellschaft zur Verhinderung von Insider-Dealing und Marktmissbrauch einzurichtenden organisatorischen Maßnahmen und zu erlassenden Richtlinien können im Rahmen der börserechtlichen **Emittenten-Compliance** vorgenommen bzw erlassen werden. Dabei ist die allgemeine Compliance-Struktur von Emittenten nach **Emittenten-Compliance-Verordnung (ECV)**[27] nicht ausreichend.[28] Es sind für die Übernahme nach § 4 Abs 3 ECV projektbezogene Vertraulichkeitsbereiche einzurichten. Der von der Zielgesellschaft bestellte **Compliance-Verantwortliche** ist auf seine projektspezifischen Pflichten nach ECV hinzuweisen. Spezielle über den Regelungsbereich der ECV hinausgehende

---

[23] Ausführlich zum Geheimhaltungsgebot *Winner*, Zielgesellschaft, 109 ff.

[24] *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 120 mwN.

[25] *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 20 Rz 20 mwN; *Winner*, Zielgesellschaft, 112 ff; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 120; *Hausmaninger/Kretschmer/Oppitz*, Insiderrecht und Compliance, 26; *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität nach BörseG und ÜbG, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 51.

[26] *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 120.

[27] BGBl II 108/205; veröffentlicht in den Amtlichen Veröffentlichungen der österreichischen Finanzverwaltung Nr 210/2001, siehe auch http://www.fma.gv.at/cms/site//attachments/2/1/3/CH0230/CMS1140178600152/5_ecv-bgbl.pdf.

[28] *Winner*, Zielgesellschaft, 116.

Maßnahmen muss uE die Zielgesellschaft nicht ergreifen. Die von einem Emittenten gemäß § 12 ECV zu erlassende **Compliance-Richtlinie** sollte auch für einen projektspezifisch eingerichteten Vertraulichkeitsbereich ausreichen.[29]

Sobald eine gleichmäßige Geheimhaltung im Sinne obiger Regelungen nicht mehr gewährleistet werden kann, greift die Bekanntmachungsverpflichtung ein, um eine gleichmäßige Verbreitung der Informationen zu gewährleisten und Marktverzerrungen zu vermeiden.

C. Bekanntmachungspflicht

Die **Bekanntmachungsverpflichtung** des Vorstandes der Zielgesellschaft[30] nach § 6 Abs 2 ÜbG ist bezüglich des auslösenden Tatbestandes (fast) wortgleich wie die korrespondierende Verpflichtung des Bieters und stellt darauf ab, ob **erhebliche Kursbewegungen** oder **Gerüchte** und **Spekulationen** betreffend ein bevorstehendes Angebot auftreten und anzunehmen ist, dass diese auf die Vorbereitung des Angebotes oder diesbezügliche Überlegungen zurückzuführen sind.[31] Die Bekanntmachungsverpflichtung des Vorstandes der Zielgesellschaft besteht, wenn ihm die Überlegungen oder Absichten des Bieters bekannt sind. Eine Nachforschungspflicht des Vorstandes hinsichtlich des Vorliegens von Überlegungen oder Absichten des Bieters besteht ungleich der Verpflichtung des Vorstandes zur Marktbeobachtung in Bezug auf Kursschwankungen nicht.[32] Eine Bekanntmachungspflicht besteht für den Vorstand der Zielgesellschaft ausschließlich in Fällen, in denen zusätzlich zu Überlegungen oder Absichten des Bieters erhebliche Kursbewegungen oder Gerüchte und Spekulationen auf dem Markt auftreten.[33]

D. Bekanntmachungsmöglichkeit der Zielgesellschaft

§ 6 Abs 2 ÜbG normiert die Bekanntmachungsverpflichtung für den Vorstand der Zielgesellschaft. Daneben können die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft jedoch interessiert sein, die ihnen bekannte Tatsache von Übernahmeüberlegungen oder -absichten zu einem Zeitpunkt zu veröffentlichen, bevor der Vorstand zu einer solchen Handlungsweise nach dem ÜbG verpflichtet ist.

---

[29] Zu den entsprechenden Compliance-Bestimmungen nach SCC der Kreditwirtschaft, SCC der Versicherungswirtschaft, SCC der Pensionskassen siehe *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 22 Rz 13 ff und Tabelle (539).

[30] Eine Verpflichtung des Aufsichtsrates zur Bekanntgabe besteht nicht; *Winner*, Zielgesellschaft, 131.

[31] Auf die in § 5 Abs 2 ÜbG erwähnten Aktienkäufe durch den Bieter stellt § 6 Abs 2 ÜbG nicht ab.

[32] *Winner*, Zielgesellschaft, 125 (keine Nachforschungspflicht) und 127 (Beobachtungspflicht).

[33] Zu erheblichen Kursbewegungen, Gerüchten und Spekulationen siehe eingehend *Winner*, Zielgesellschaft, 126 ff.

Zur Feststellung der Zulässigkeit einer **vorzeitigen Bekanntmachung** von Überlegungen oder Absichten des Bieters iSd § 6 Abs 2 iVm § 5 Abs 2 ÜbG durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ist der Zweck der Geheimhaltungsverpflichtung nach § 6 Abs 2 iVm § 5 Abs 2 ÜbG zu hinterfragen. Zweck der Geheimhaltungsvorschriften der §§ 5 und 6 ÜbG ist es, ein ungleichmäßiges und vorzeitiges Bekanntwerden der Überlegungen und der Absicht des Bieters zu verhindern.[34] Die Geheimhaltungsverpflichtung gilt nicht absolut. Auch beabsichtigt das ÜbG nicht, eine möglichst lange zeitliche Phase der Geheimhaltung vorzusehen.[35] Die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft sind vor dem Zeitpunkt, in dem die Bekanntmachungsverpflichtung eintritt, berechtigt, Bekanntmachungen vorzunehmen.[36] Die Bekanntmachung der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft darf nicht geeignet sein, Marktverzerrungen herbeizuführen. Dies gilt unabhängig davon, ob die Bekanntmachung freiwillig oder verpflichtend erfolgt.[37] Der Inhalt und die Art der freiwilligen Bekanntmachung durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ist im ÜbG nicht determiniert. Es ist davon auszugehen, dass jeder öffentlichen Stellungnahme der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft und ihnen zurechenbarer Personen die Qualität einer freiwilligen Bekanntmachung zukommen kann.[38]

Die freiwillige Bekanntmachung der Überlegungen und Absichten eines Bieters könnte vor dem beschriebenen Hintergrund im Falle einer feindlichen Übernahme für die Zielgesellschaft geeignet sein, den Bieter vorzeitig und unvermittelt in ein Übernahmeverfahren zu zwingen und somit den Bieter mit übernahmerechtlichen Verpflichtungen zu belegen. Die übernahmerechtlichen Rechtsfolgen einer **(freiwilligen) Bekanntmachung** der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft sind anders als jene einer Bekanntmachung des Bieters: (i) die Verpflichtung des Bieters gemäß § 10 Abs 1 ÜbG, der ÜbK binnen zehn Börsetagen nach der Bekanntmachung das Angebot anzuzeigen, stellt ausschließlich auf Bekanntmachungen des Bieters, nicht des Vorstandes der Zielgesellschaft ab. (ii) Das Gleiche gilt für das Verbot gemäß § 21 Abs 2 ÜbG für den Bieter, ein weiteres Angebot zu stellen, wenn nach Bekanntgabe der Angebotsabsicht binnen der in §§ 9 Abs 1 und 22 Abs 1 ÜbG normierten Fristen kein Angebot angezeigt und veröffentlicht wird (Sperrfrist). In beiden Fällen vermag eine freiwillige Bekanntmachung der Zielgesellschaft die entsprechenden übernahmerechtlichen für den Bieter belas-

[34] ErlRV 1276 BlGNR 20. GP 27; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 23 Rz 75.

[35] *Winner*, Zielgesellschaft, 111 f.

[36] *Winner*, Zielgesellschaft, 111 f; *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität nach BörseG und ÜbG, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 52; *Kalss*, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, NZG 1999, 428.

[37] § 4 Z 3 ÜbG; § 5 Abs 4 ÜbG; *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität nach BörseG und ÜbG, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg.), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 55; *Winner*, Zielgesellschaft, 142.

[38] Siehe dazu im Detail *Winner*, Zielgesellschaft, 142 ff.

tenden Rechtsfolgen nicht auszulösen.[39] (iii) Die Anwendbarkeit der Bestimmungen des § 16 ÜbG hinsichtlich Paralleltransaktionen hängt hingegen auch von einer Bekanntmachung nach 6 Abs 2 ÜbG ab. So können die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme durch eine entsprechende Bekanntmachung der Überlegungen und Absichten des Bieters (sofern ihnen diese bekannt sind) die wirtschaftlichen Konditionen des Angebots und den Beteiligungsstand des Bieters und der mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträger zum Zeitpunkt der Bekanntmachung einfrieren (§ 16 Abs 1, 3 und 5 ÜbG).

Neben den übernahmerechtlichen Bekanntmachungspflichten ist auch an börserechtliche ***Ad hoc*-Meldeverpflichtungen** zu denken. Die Tatsache, dass Übernahmesachverhalte die Qualität einer Insider-Information iSd § 48a Abs 1 Z 1 BörseG erfüllen, ist unstrittig.[40] Die börserechtlichen *Ad hoc*-Meldepflichten und die übernahmerechtlichen Bekanntmachungspflichten bestehen nebeneinander, wobei jedoch in ihrem Anwendungsbereich die übernahmerechtlichen Bekanntmachungspflichten die börserechtlichen *Ad hoc*-Meldepflichten verdrängen.[41] Für Sachverhalte feindlicher Übernahmen ist im Regelfall davon auszugehen, dass in Anbetracht des Tatbestandsmerkmals der „Genauigkeit" einer Insider-Information eine *Ad hoc*-Meldung vor einer Bekanntmachung nach § 6 ÜbG nicht in Frage kommt.

E. Rechtsfolgen falscher Bekanntmachungen

Im Rahmen der (freiwilligen) Bekanntmachungen durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ist darauf zu achten, dass falsche, verfrühte oder unterlassene Bekanntmachungen den Bieter schädigen können. Verstöße gegen die Bekanntmachungsbestimmungen sind gemäß § 35 Abs 1 Z 2 ÜbG verwaltungsstrafbewehrt. Im Fall des Verstoßes können Verwaltungsstrafen von bis zu EUR 50.000 verhängt werden. Gemäß § 48a Abs 1 Z 2 lit c BörseG gilt als „**Marktmanipulation**" die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich Inter-

[39] *Winner*, Zielgesellschaft, differenziert dabei zwischen Fällen freundlicher Übernahmen, in denen der Eintritt der entsprechenden Pflichten ausgelöst wird, und feindlichen Übernahmen, in denen er den Eintritt der Rechtsfolgen mit dem Argument ablehnt, dass andernfalls „... *der Vorstand eine Waffe in der Hand* [hätte], *um unerwünschte Übernahmeangebote durch verfrühte Bekanntmachung der Absicht zu verhindern...*".

[40] *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 7, § 16 Rz 15 und 28, § 23 Rz 76; *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität nach BörseG und ÜbG, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 51; *Winner*, Zielgesellschaft, 146 ff.

[41] *Kalss*, Anlegerinteressen, Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt, 299 f; *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität und übernahmerechtliche Offenlegungspflichten, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 51; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 23 Rz 76; *Fleischer/Kalss*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 166 ff; *Kalss*, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, NZG 1999, 428. Teilweise aA *Winner*, Zielgesellschaft, 148 ff.

net oder auf anderem Weg, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben oder geben könnten, unter anderem durch Verbreitung von Gerüchten sowie falscher oder irreführender Nachrichten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren. Eine falsche Bekanntmachung erfüllt daher den Tatbestand der Marktmanipulation und ist gemäß § 48 c BörseG – sofern nicht mit gerichtlicher Strafe – mit einer Geldstrafe von bis zu EUR 50.000 verwaltungsstrafbewehrt.

Die in den §§ 5 und 6 ÜbG normierten Reaktionspflichten werden in der Lehre[42] als **Schutzgesetze** qualifiziert. Auch der OGH[43] sieht die veraltungsstrafrechtlich abgesicherten Publizitätsvorschriften zumindest des BörseG als Schutzgesetz zugunsten der Anleger. In Anbetracht des sowohl von den börserechtlichen als auch den übernahmerechtlichen Publizitätsvorschriften verfolgten Zwecks der Vermeidung von Informationsunterschieden auf dem Kapitalmarkt, scheint die Qualifikation der Publizitätsbestimmungen des ÜbG als Schutzgesetze schlüssig. Schadenersatzpflichten der Zielgesellschaft wegen verfrühter Bekanntmachung scheiden uE mangels Rechtswidrigkeit aus, zumal das ÜbG eine Bekanntmachung ermöglicht. In der Regel werden sonstige Ansprüche häufig an Kausalitäts- und Schadenzurechnungsgründen scheitern.[44] Dies gilt nicht für wissentlich falsche Meldungen, bezüglich derer sowohl § 35 ÜbG iVm §§ 5 und 6 ÜbG als auch § 48c BörseG iVm § 48a Abs 1 Z 2 lit c BörseG als Haftungsgrundlage denkbar sind.[45] In der Situation feindlicher Übernahmen ist bei **wissentlicher falscher Bekanntmachung** insbesondere auch an § 1295 Abs 2 ABGB und § 1330 Satz 2 ABGB als Haftungsgrundlage zu denken.[46]

III. Transaktionsvereinbarungen

A. Allgemeines

Im Zuge eines Übernahmeverfahrens kommen in der internationalen Praxis zwei Formen von Transaktionsvereinbarungen vor: Vereinbarungen zwischen dem Bie-

[42] *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität und übernahmerechtliche Offenlegungspflichten, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 59; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 80.

[43] OGH 1.3.1984, 8 Ob 212, 213/83, ZVR 1985/9; OGH 22.6.1993, 1 Ob 22/92, JBl 1993, 789; so auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 19 Rz 13.

[44] *Meusburger/Winner*, Beteiligungspublizität und übernahmerechtliche Offenlegungspflichten, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria (Hrsg), HB Kapitalmarktrecht Bd 3, 59; siehe dazu auch *Größ*, Anlegerschutz im Übernahmerecht, 158.

[45] *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I, § 21 Rz 48, ua unter Verweis auf *Altendorfer* in Aicher/Kalss/Oppitz (Hrsg.), Grundfragen des neuen Börserechts, 234 f;

[46] Siehe auch unter V., Haftung der Organe der Zielgesellschaft für Äußerungen nach § 14 ÜbG.

ter und der Zielgesellschaft sowie Vereinbarungen zwischen dem Bieter und dem Großaktionär der Zielgesellschaft.

Je nach Ausgestaltung der Vereinbarung wird damit Unterschiedliches bezweckt, etwa Exklusivität, Absicherung der Kostentragung für den Fall des Scheiterns der Übernahme, oder Erhöhung der Erfolgschancen der Übernahme. Der Bieter versucht in der Regel, gewisse wirtschaftliche Risiken auf die Zielgesellschaft abzuwälzen. Die Zielgesellschaft schließt Transaktionsvereinbarungen etwa, um mit einem Bieter überhaupt in Verhandlungen treten zu können, wenn der Bieter dies verlangt.

Im Folgenden wird die Zulässigkeit der in der internationalen Praxis häufigsten Transaktionsvereinbarungen nach österreichischem Recht untersucht.

B. Exklusivitätsvereinbarungen

Exklusivitätsvereinbarungen werden in der internationalen Praxis meist zwischen Bieter und Zielgesellschaft abgeschlossen.[47] Sie zielen darauf ab, das Risiko des Bieters im Zusammenhang mit störenden Drittbietern zu minimieren. In der internationalen Praxis kommen insb folgende Formen der Exklusivitätsvereinbarungen vor, wobei die Terminologie nicht einheitlich ist:

No shop provisions (auch *window shop provisions* genannt) sind Exklusivitätsvereinbarungen, mit welchen sich die Zielgesellschaft gegenüber dem Bieter verpflichtet, nicht aktiv nach anderen Bietern zu suchen.[48]

Market test provisions sind Vereinbarungen, die der Zielgesellschaft eine Suche nach konkurrierenden Bietern nicht gänzlich, sondern nur für einen bestimmten Zeitraum, verbieten.[49]

No talk provisions (auch *lock-up* genannt) verpflichten die Zielgesellschaft, mit einem konkurrierenden Bieter weder zu verhandeln noch diesem irgendwelche Informationen zur Verfügung zu stellen.[50] Damit zählen *no talk provisions* zur **strengsten Form** der Exklusivitätsvereinbarungen. Sie machen es konkurrierenden Bietern sehr schwer bis praktisch kaum möglich, sich an einem Übernahmeverfahren zu beteiligen.

---

47 Denkbar ist aber auch eine Exklusivitätsvereinbarung zwischen Bieter und Großaktionär der Zielgesellschaft. Eine solche dürfte rechtlich weit weniger problematisch sein (*arg* es steht dem Großaktionär frei, wie er über sein Eigentum verfügt und ob er einem Bieter Exklusivität einräumt); fraglich ist allenfalls das Zusammenspiel von Exklusivitätszusage durch den Aktionär und § 17 ÜbG – die Selbstbindung durch den Großaktionär dürfte sich aber „durchsetzen", so dass § 17 ÜbG wohl nicht zur Anwendung kommt, es sei denn, die Vertragsauslegung ergibt Gegenteiliges.

48 *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 68.

49 *Fleischer*, ZIP 15 2002, 655.

50 Vgl *Winner*, Zielgesellschaft 214 (*lock-up*-Klauseln); vgl auch mit abweichender Terminologie *Fleischer*, ZIP 2002, 655 (dieser versteht unter *no shop provisions* jene Klauseln, die jede Kontaktaufnahme zu oder Informationsweitergabe an einen Zweitbieter verbietet, was eigentlich einer *no talk provision* bzw einem *lock-up* entspricht); siehe auch *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 68.

Es ist fraglich, ob und inwieweit Exklusivitätsvereinbarungen im Anwendungsbereich des ÜbG zulässig sind. Das ÜbG zielt in erster Linie auf die Förderung der Interessen der Anleger ab. Dementsprechend wird ein möglichst hoher Angebotspreis angestrebt (vgl § 3 Z 3 ÜbG). Dies wird ua dadurch erreicht, dass Konkurrenzangebote erleichtert werden – und von der Verwaltung jedenfalls nicht grundsätzlich verhindert werden dürfen.[51] Denn dies würde der Verpflichtung der Verwaltungsorgane, ihr Handeln an den Interessen der Aktionäre auszurichten (und dem Interesse der Anleger auf einen möglichst hohen Verkaufserlös) zuwiderlaufen.[52]

Vereinbarungen, die den zukünftigen Ermessensspielraum der Verwaltung einengen, dürften daher im Allgemeinen nicht zulässig sein.[53] Unkündbare ***no talk provisions*** (bzw *lock-ups*) über einen **gewissen Zeitraum** dürften jedenfalls unzulässig sein. Dies muss selbst dann gelten, wenn ein Bieter ohne Abschluss einer solchen Vereinbarung keinesfalls in Angebotsverhandlungen eintreten will.[54] Denn durch den *lock-up* würden Konkurrenzangebote praktisch massiv erschwert oder gar verhindert. Dies widerspricht klar dem Interesse der Anleger. Dennoch abgeschlossene *no talk provisions* sind nach § 879 ABGB **nichtig**.[55]

Fraglich ist, was hinsichtlich der ***no shop provisions*** und ***market shop provisions*** gilt. Zwar besteht wohl keine Pflicht der Verwaltungsorgane, *aktiv* nach anderen Bietern zu suchen, auch wenn dies im Interesse der Aktionäre läge.[56] Hingegen kann durchaus eine Pflicht **zur Unterstützung eines konkurrierenden Angebots** bestehen.[57] Es sprechen gute Argumente dafür, dass eine Vorab-Selbstbindung der Verwaltung im Rahmen von *no shop provisions* und *market shop provisions* zulässig ist (*arg* ohnehin keine Pflicht der Verwaltung, aktiv nach anderen Bietern zu suchen). Selbst bei Abschluss einer solchen Vereinbarung muss die Verwaltung sich jedenfalls kritisch zum letztlichen Angebot äußern dürfen. Dies ergibt sich schon aus der rechtlichen Verpflichtung nach § 14 ÜbG.

---

51 *Winner*, Zielgesellschaft 202 ff (zur alten Rechtslage, deren ratio nach wie vor gilt, wobei Winner das Thema am Beispiel Informationsgewährung analysiert); allgemein zu Konkurrenzangeboten nach neuer Rechtslage und zum Rücktrittsrecht *Diregger/Kalss/Winner,* Übernahmerecht² 51 f Rz 76 ff. Gemäß § 17 ÜbG besteht etwa ein Rücktrittsrecht der Anleger im Falle eines Konkurrenzangebots (siehe auch Art 13 lit c ÜbRL, die keine näheren Vorgaben enthält).

52 Siehe bereits zur alten Rechtslage *Winner*, Zielgesellschaft 210 f.

53 Wie hier bereits zur alten Rechtslage überzeugend *Winner*, Zielgesellschaft 215.

54 Siehe bereits zur alten Rechtslage überzeugend *Winner*, Zielgesellschaft 214 f.

55 Siehe bereits zur alten Rechtslage überzeugend *Winner*, Zielgesellschaft 214 mit Hinweis, dass daher idR keine Schadenersatzpflicht gegenüber dem ersten Bieter besteht, wenn dem konkurrierenden Bieter Unterstützung gewährt wird (mögliche Ausnahme: culpa in contrahendo).

56 Wie hier bereits zur alten Rechtslage überzeugend *Winner*, Zielgesellschaft 213: die Zusammensetzung des Aktionärskreises ist nicht Aufgabe des Vorstands ist; daher besteht jedenfalls keine solche Pflicht. Eine aus Aktionärssicht wünschenswerte Suche ist aber selbstverständlich zulässig.

57 *Winner*, Zielgesellschaft, 213.

Zulässig könnten darüber hinaus folgende Varianten von Exklusivitätsvereinbarungen sein:

- Exklusivitätsvereinbarungen (auch ***lock-ups***), welche sich nur über einen **sehr kurzen Zeitraum** erstrecken und damit den Spielraum der Verwaltung nicht zu Lasten der Aktionäre unzulässig einschränken (wobei eine solche Vereinbarung wohl nur von sehr eingeschränktem Nutzen für den Bieter sein wird).[58]
- Durch die Zielgesellschaft **kündbare** Exklusivitätsvereinbarungen (auch *lock-ups*).
- Schließlich können wohl auch Entscheidungen, die **nicht *ex ante*** den Spielraum der Verwaltung einengen, sondern **bloß *ex post*** in einer Exklusivität resultieren im Einzelfall zulässig sein.[59] Die faktische Ex-post-Exklusivität (etwa Verweigerung der Unterstützung gegenüber einem neuen Interessenten) kann etwa gerechtfertigt sein, wenn eine sachgerechte Abwägung ergibt, dass die Wahrscheinlichkeit der Abgabe eines Angebots vom Erstbieter deutlich höher ist.[60]

C. Break-up fees

Break-up fees werden in der Praxis zwischen Bieter und Zielgesellschaft oder zwischen Bieter und Aktionär vereinbart.[61]

Break-up fees zwischen Bieter und Zielgesellschaft (auch ***inducement fees, termination fees*** oder ***drop-dead fees*** genannt) verpflichten die Zielgesellschaft, dem Bieter **für den Fall des Scheiterns** seines Übernahmeangebots (oder auch bereits bei Abgabe einer negativen Stellungnahme durch die Verwaltung der Zielgesellschaft bzw im Fall der Unterstützung eines konkurrierenden Bieters) entweder eine bestimmte Geldsumme oder einen bestimmten Prozentsatz des Transaktionsvolumens zu zahlen.[62] In den USA bewegen sich *break-up fees* zwischen

---

58 Vgl dazu die deutsche Lit wonach *no talk provisions* unter bestimmten Umständen und (nur) für einen eng begrenzten Zeitraum als zulässig erachtet werden (ohne zeitliche Limitierung hätte der Vorstand keine Möglichkeit mehr, ein konkurrierendes Angebot zu prüfen, das womöglich bei weitem lukrativer ist); vgl dazu *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 71; *Hefermehl/Spindler* in MüKo², § 76 Rz 30; *Fleischer*, ZIP 2002, 655.

59 *Winner*, Zielgesellschaft 215.

60 Siehe bereits *Winner*, Zielgesellschaft 215, der auch die Vereinbarung einer solchen Zusage in einem Letter of Intent für zulässig hält.

61 Denkbar ist aber auch eine entsprechende Vereinbarung zwischen Bieter und Aktionär der Zielgesellschaft. Dies dürfte rechtlich unproblematisch sein und wird im Folgenden nicht behandelt.

62 Vgl *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 76. Die Parteien der Transaktionsvereinbarung können im Vertrag auch vorsehen, dass die sog *Deal-Protection*-Klauseln wechselseitig gelten sollen (in der Praxis häufig bei *merger of equals* der Fall): Beim Daimler/Chrysler war etwa eine wechselseitige *no-shop*-Klausel vereinbart. Je nachdem, auf welcher Seite das auslösende Moment für ein Scheitern aufgetreten ist, hatte diese Gesellschaft eine entsprechende *break-up fee* zu bezahlen, vgl *Drygala*, WM 2004, 1414 f.

2 und 5%.[63] Im Vereinigten Königreich ist die Höhe von *inducement fees* mit 1% des Transaktionswerts begrenzt.[64]

Durch die *break-up fee* will der Bieter sich im Fall des Scheiterns der Transaktion einen (teilweisen) **Kostenersatz** sichern. Die Kosten des Bieters sind vielfältig (Suchkosten für Suche nach einem potenziellen Übernahmekandidaten; Verhandlungen; etwaige Due Diligence; Beraterkosten; Kommunikation mit Wettbewerbsbehörden und Übernahmebehörden; aber auch Imageschäden oder Verlust der Marktstellung bei Scheitern der Transaktion und Zustandekommen einer Transaktion zwischen Zielgesellschaft und einem Konkurrenzbieter).[65] Aus ökonomischer Sicht sollen *break-up fees* es dem Bieter ermöglichen, den gegenüber weiteren Bietern bestehenden Nachteil des „first movers" zu mindern.[66]

Je nach Höhe der *break-up fee* kann sie Kostenersatz- oder auch **Strafcharakter** haben (also die Zielgesellschaft in gewisser Weise „motivieren", die Übernahme durchzuführen bzw sie ansonsten zu strafen).[67] Eine besonders hohe Summe kann auch für konkurrierende Bieter abschreckend sein, wenn eine Übernahme durch den Konkurrenten nur bei Leistung der *break-up-fee* an den Erstbieter erfolgen kann.[68] Schon daraus folgt aber, dass erhebliche *break-up fees* im Anwendungsbereich des ÜbG **unzulässig** sein dürften, da sie Konkurrenzangebote vereiteln bzw massiv erschweren. Es gelten dieselben Überlegungen wie zur Frage der Zulässigkeit von Exklusivitätsvereinbarungen (siehe III.B).[69]

Im Hinblick auf **das Verbot der Einlagenrückgewähr** (§ 52 AktG) dürfte eine *break-up fee* hingegen unproblematisch sein. Denn ein Verstoß gegen § 52 AktG kommt nicht in Betracht, wenn sich die Zahlung der *break-up fees* und der Erwerb der in Frage stehenden Aktien gegenseitig ausschließen.[70] Eine *break-up fee* kann wohl selbst dann mit § 52 AktG im Einklang stehen, wenn der Bieter bereits Aktionär ist, sofern die Zusage an den Bieter im Hinblick auf die Übernahme des Kostenrisikos vertretbar und im Hinblick auf die betrieblichen Interessen der Zielgesellschaft angemessen scheint.[71] Prak-

---

[63] *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 74.

[64] Vgl City Code, Rule 21.2 („Inducement Fees").

[65] Hingegen kann sich ein zweiter Bieter im Einzelfall manche der oben genannten Kosten ersparen, etwa die Suchkosten, wenn er von einer Zielgesellschaft sowie von einem konkreten Übernahmeangebot aus den Medien erfährt; vgl *Drygala*, WM 2004, 1420.

[66] *Drygala*, WM 2004, 1414 mit Verweis auf *Ruback*, 11 J.Fin. Ec. 141, 147 (1983): US-Statistiken belegen, dass im Fall eines Übernahmekampfes der zweite Bieter sich weit häufiger im Übernahmeverfahren durchsetzt.

[67] Vgl dazu *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 75.

[68] *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 75.

[69] Ebenso bereits zur alten Rechtslage *Winner*, Zielgesellschaft 214.

[70] Siehe dazu für Deutschland (§ 57 dAktG, der § 52 AktG entspricht) *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 81.

[71] Vgl *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 82: Eine break-up fee, die einem vom Vorstand mit nachvollziehbaren Gründen für wirtschaftlich sinnvoll gehaltenen Zweck dient und der Höhe nach angemessen ist, dürfte regelmäßig mit § 57 dAktG vereinbar sein.

tisch darf die Zusage damit nicht wegen der Aktionärseigenschaft des Bieters erfolgen.[72]

D. Standstill-Vereinbarungen

Auch Standstillvereinbarungen werden in der Praxis zwischen Bieter und Zielgesellschaft oder zwischen Bieter und Aktionär vereinbart.[73]

Standstill-Klauseln verbieten es dem Bieter idR, Wertpapiere der Zielgesellschaft zu erwerben oder zu veräußern. In manchen Fällen verpflichten *Standstill*-Klauseln den Bieter auch nach dem Scheitern einer Übernahme, für einen bestimmten Zeitraum kein weiteres Angebot zu legen. Dies schafft den Anreiz, die beabsichtigte Übernahme gleich beim ersten Versuch erfolgreich abzuschließen.

Standstill-Klauseln haben in der österreichischen Praxis keine überragende Bedeutung. Dies hängt damit zusammen, dass zT bereits **unmittelbare gesetzliche Regelungen** bestehen und dass daher kein Bedarf nach vertraglichen Regelungen besteht: **§ 16 ÜbG** verbietet ab Bekanntmachung betreffend ein Angebot den Erwerb zu besseren Bedingungen (Ausnahme: Verbesserung des öffentlichen Angebots oder Genehmigung der ÜbK aus wichtigem Grund).[74] § 21 ÜbG sieht bei Scheitern eines Angebots eine einjährige Sperrfrist vor. Diese umfasst sowohl die Stellung eines Übernahmeangebots, als auch jede sonstige Art des Kontrollwechsels (Ausnahme: Verkürzung der Sperrfrist durch die Übernahmekommission auf Antrag des Bieters, sofern es im Interesse der Zielgesellschaft und deren Beteiligungsinhabern liegt).[75]

E. Irrevocables

Bei sog *Irrevocables* handelt es sich um eine Transaktionsvereinbarung zwischen dem Bieter und dem Großaktionär der Zielgesellschaft.

Irrevocables (auch *irrevocable commitment* oder *undertaking* genannt) sind **unwiderrufliche Zusagen** von Wertpapierinhabern, ihre Aktien dem Bieter im Zuge des öffentlichen Angebots **anzudienen**.[76] Damit versucht der Bieter, sich schon vor der Veröffentlichung seiner Entscheidung zur Abgabe des Angebots Wertpapiere der Zielgesellschaft zu sichern. Praktisch kommen nur Vereinbarungen mit Großaktionären der Zielgesellschaft vor. Der Abschluss einer ent-

[72] Zu prüfen bliebe allerdings die Zulässigkeit im Hinblick auf § 66a AktG (Finanzierung des Erwerbs von Aktien der Gesellschaft).

[73] *Standstill*-Vereinbarungen zwischen Bieter und Großaktionär der Zielgesellschaft kommen hingegen in der Praxis nicht vor.

[74] Beachte auch § 16 Abs 3 ÜbG (Verbot des Verkaufs von Beteiligungspapieren ab Bekanntmachung).

[75] Vgl *Diregger/Kalss/Winner,* Übernahmerecht 65 Rz 109.

[76] *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 2 Rz 324; *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG § 22 Rz 89.

sprechenden Vereinbarung erleichtert dem Bieter uU auch die Festsetzung des Angebotspreises im Übernahmeverfahren (*arg* Richtwert, der sich bei den Verhandlungen ergeben hat; beachte § 26 ÜbG).

Es sprechen gute Argumente dafür, dass *Irrevocables* im Hinblick auf das ÜbG **zulässig** sind. Es steht dem Großaktionär frei, wie er über sein Eigentum verfügt und ob er einem Bieter seine Aktien bindend anbietet. Selbst im Fall eines konkurrierenden Angebots dürfte sich die Selbstbindung durch den Großaktionär gegenüber der Wertung des § 17 ÜbG „durchsetzen", sofern die Vertragsauslegung nicht Gegenteiliges ergibt. Während § 17 ÜbG auf den **Schutz der Aktionäre**, die ein öffentliches Angebot angenommen haben, abzielt, geht es bei *Irrevocables* um **zeitlich vorgelagerte Sondervereinbarungen** (und nicht um eine Annahme im Rahmen eines öffentlichen Angebots). Dennoch wird in der Literatur zutreffend darauf hingewiesen, dass ein **Spannungsverhältnis** zur **Förderung von Konkurrenzangeboten** und auch zu den **Geheimhaltungspflichten** besteht. Daher empfiehlt sich eine Abstimmung mit der ÜbK.[77]

IV. Abwehrmaßnahmen

A. Allgemeine Verhaltenspflichten

Das Verhalten von Mitgliedern des Vorstandes und des Aufsichtsrates von Aktiengesellschaften hat sich im Allgemeinen primär an gesellschaftsrechtlichen Maßstäben zu orientieren. Diese sind in den §§ 70 ff AktG und dabei insbesondere § 84 AktG (Vorstand) und § 99 AktG (Aufsichtsrat) geregelt. Neben einzelnen konkreten Verhaltenspflichten hat sich die Leitung einer Gesellschaft nach aktienrechtlichen Vorgaben an einem Bündel von Interessen zu orientieren, innerhalb dessen das Wohl des Unternehmens den Interessen der Aktionäre und der Arbeitnehmer sowie dem öffentlichen Interesse vorgeht.[78] Das Übernahmerecht enthält ein eigene modifizierte Regel[79]: Neben konkreten Pflichten der Organe der Zielgesellschaft sind allgemeine Grundsätze und eine Zielvorgabe für das Organverhalten normiert. Nach § 3 Z 3 ÜbG haben **Vorstand und Aufsichtsrat vorrangig im Interesse der Beteiligungspapierinhaber**, aber auch im Interesse der Arbeitnehmer, der Gläubiger und im öffentlichen Interesse **zu handeln**.[80]

§ 3 Z 3 ÜbG bringt eine grundlegende Entscheidung des Gesetzgebers zum Ausdruck, den **Interessen der Zielgesellschaft in einer Übernahmesituation**

[77] Wie hier bereits *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht 152 Rz 324.

[78] Vgl *Jabornegg/Strasser,* AktG[4], § 70 Rz 19; *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 70 Rz 15.

[79] Diese findet auch in einer anderen Behördenzuständigkeit Ausdruck; vgl *Winner*, Zielgesellschaft 73.

[80] Der zusätzlichen Nennung von Gläubigerinteressen ist keine besondere Bedeutung beizumessen; deren Fehlen im § 70 AktG wird gemeinhin auf ein Redaktionsversehen zurückgeführt, so *Strasser* in Jabornegg/Strasser, AktG[4] § 70 Rz 19.

keine (vorrangige) Bedeutung zu beizumessen. Darin unterscheidet sich das österreichische Übernahmerecht etwa deutlich von der deutschen Rechtslage.[81] In Kombination mit dem übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgebot nach § 3 Z 1 ÜbG, das die gesellschaftsrechtliche Grundsatzbestimmung des § 47a AktG weiter konkretisiert, ergibt sich daraus weiter, dass **Inhaber von Beteiligungspapieren der gleichen Gattung ungeachtet ihres Beteiligungsausmaßes gleich zu behandeln** sind und daher insbesondere eine Ungleichbehandlung von Großaktionären und Kleinaktionären unzulässig ist.[82]

Zusammengefasst trägt der Gesetzgeber damit der übernahmerechtlichen Sondersituation adäquat Rechnung. Das Organverhalten dient bei Bevorstehen oder Vorliegen eines Übernahmeangebots nicht ausschließlich der Leitung der Gesellschaft im ordentlichen Geschäftsbetrieb, die bei Anwendung der gehörigen Sorgfalt indirekt auch im Interesse der Aktionäre ist. Vielmehr ist Ausgangspunkt einer **übernahmerechtlichen Sondersituation** – mit Ausnahme von bestimmten Teilangeboten – ein bereits **erfolgter**[83] **oder angestrebter**[84] **Kontrollwechsel**, der den Beteiligungspapierinhabern eine Disposition über ihre Beteiligung am Vermögen der Gesellschaft ermöglicht. **Intendierte Zielrichtung des Organverhaltens** in diesem Kontext ist die mögliche **Erlösmaximierung durch die Aktionäre** und – als Mittel zur Zielerreichung – deren entsprechende **Information**. Die Informationspflichten der Verwaltungsorgane sind umfassend und erstrecken sich sowohl auf aktive Information, darauf, den Angebotsadressaten relevante Information nicht vorzuenthalten, als auch auf mögliche Interessenkonflikte.[85] Zusammengefasst spricht man von einem gemäßigten Shareholder-Konzept.[86] Indirekt ist damit freilich auch den Interessen eines Bieters Rechnung getragen.

In diesem Zusammenhang kann ein besonderer **Unterfall** der Übernahmesituation auch dadurch eintreten, dass **Angehörige von Organen der Zielgesellschaft** oder – in den anzutreffenden Strukturen eher – mit diesen gemeinsam vorgehende Rechtsträger **als Bieter** in einem Übernahmeverfahren auftreten (Management Buy-out). Der Pflichtenkatalog für betroffene Organmitglieder bleibt grundsätzlich auch in solchen Situationen unverändert; nach allgemeinen Grundsätzen über die Behandlung von Interessenkonflikten gelten aber im Einzelfall **Modifikationen**. Insbesondere ist eine Offenlegung von solchen Interessenkonflikten geboten. Einzelne Verpflichtungen können im Interesse der Aktionäre auch eingeschränkt werden, wonach etwa eine gemäß § 14 ÜbG zu erstattende Äußerung

81 § 3 WpÜG; vgl *Steinmeyer/Häger,* WpÜG², § 33 Rz 1 ff.

82 Ausführlich *Winner*, Zielgesellschaft, 77 ff; so auch *Diregger/Kalss/Winner,* Übernahmerecht² Rz 87.

83 Pflichtangebot gemäß § 22 ÜbG.

84 Freiwilliges auf Kontrollerlangung gerichtetes Angebot gemäß § 25 a ÜbG.

85 Vgl *Huber/Löber*, ÜbG § 12 Rz 4.

86 *Winner*, Zielgesellschaft 75; *Diregger/Kalss/Winner* Übernahmerecht² Rz 87; jeweils mwN.

des Vorstands oder des Aufsichtsrats im Einzelfall keine Empfehlung über die Annahme oder Ablehnung des Angebots enthalten darf.[87]

B. Verhinderungsverbot und Objektivitätsgebot

Eine konkrete Ausformung der allgemeinen übernahmerechtlichen Verhaltenspflichten der Organe der Zielgesellschaft enthält § 12 ÜbG über das Verhinderungsverbot und Objektivitätsgebot. Die **Grundentscheidung zwischen einer Neutralitätspflicht oder *business judgement*** des Vorstands der Zielgesellschaft[88] bei feindlichen Übernahmen hat der österreichische Gesetzgeber zu Gunsten einer **grundsätzlichen Neutralitätspflicht** getroffen. Art 9 der ÜbRL basiert auf dem gleichen Konzept; durch das ÜbRÄG 2006 hat sich daran – trotz einer Änderung der Überschrift des relevanten § 12 ÜbG – substanziell nichts geändert. Während **§ 12 Abs 1 ÜbG** in eher programmatischer Weise **allgemeine Grundsätze** für öffentliche Übernahmeangebote (etwa Transparenzgebot) konkretisiert, enthalten die **§ 12 Abs 2 und Abs 3 ÜbG konkrete Verhaltensanleitungen**, die insbesondere im Fall feindlicher Übernahmeangebote relevant sind. Als Grundregel ordnet § 12 Abs 2 ÜbG an, dass ab Bekanntwerden der Angebotsansicht bis zur Ergebnisveröffentlichung bzw Durchführung des Angebotes **keinerlei Maßnahmen zulässig** sind, **die das Angebot verhindern können**, mit der Suche nach konkurrierenden Angeboten durch freundliche konkurrierende Bieter (***white knight***) als **Ausnahme**. Mögliche Maßnahmen sind dabei an einem objektiven Maßstab auf ihre Eignung zur Angebotsverhinderung zu prüfen; auf die (subjektive) Verhinderungsabsicht der Organe der Zielgesellschaft kommt es nicht an.[89] Zulässig sind solche möglichen Verhinderungsmaßnahmen lediglich mit Zustimmung der Hauptversammlung zu der konkreten Maßnahme. Den Organen einer österreichischen Zielgesellschaft wurde damit weit weniger Handlungsspielraum eingeräumt, als dies etwa nach der deutschen Rechtslage der Fall wäre.[90] Die österreichische Rechtslage erfordert daher ein **Tätigwerden der Hauptversammlung** – außer in Fällen der noch darzustellenden Ausnahmen – **immer im konkreten**

[87] Vgl zum Themenbereich eingehender *Winner*, Zielgesellschaft 228 ff; *Diregger/Kalss/Winner* Übernahmerecht² Rz 166.

[88] Vgl *Hopt* in FS Lutter, Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, 1362.

[89] *Diregger/Kalss/Winner* Übernahmerecht² Rz 90; im Anschluss an *Winner*, Zielgesellschaft 80.

[90] In Deutschland ist eine das Angebot möglicherweise verhindernde Handlung sowohl mit Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 33 Abs 1 aE WpÜG; vgl *Steinmeyer/Häger*, WpÜG² § 33 Rz 26 ff) als auch auf der Grundlage von Vorratsbeschlüssen der Hauptversammlung (§ 33 Abs 2 WpÜG, vgl *Steinmeyer/Häger*, WpÜG² § 33 Rz 33 ff), die sich nicht auf die konkrete Maßnahme beziehen müssen (lediglich eine Bestimmung der Art nach ist erforderlich), zulässig. Zusätzlich können Maßnahmen vorgenommen werden, die ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter außerhalb einer Übernahmesituation vorgenommen hätte.

Übernahmefall, weil insbesondere von der durch Art 12 ÜbRL eingeräumten Möglichkeit der freiwilligen Anwendung von Verhinderungsverbot und Objektivitätsgebot nach Maßgabe der Art 9 Abs 2 und Abs 3 der ÜbRL nicht Gebrauch gemacht wurde.

Als Beispielfall für eine potenziell angebotsverhindernde Maßnahme nennt § 12 Abs 2 ÜbG die Ausgabe von Wertpapieren durch die Zielgesellschaft. Diese Nennung ist keineswegs abschließend. Auf ausgewählte mögliche Abwehrmaßnahmen wird in Punkt 4.C genauer eingegangen.

Das Verhinderungsverbot wird in § 12 Abs 3 ÜbG vor allem zeitlich konkreter gefasst. Wesentlich ist, dass **abstrakte und vorsorgliche Abwehrmaßnahmen (Übernahme-Propyhlaxe)**, die sich nicht auf ein bereits vorliegendes oder bevorstehendes Angebot beziehen, **nicht nach übernahmerechtlichen Kriterien zu beurteilen** sind. Die Zulässigkeit solcher Maßnahmen bemisst sich ausschließlich nach allgemeinem Gesellschaftsrecht.[91] Zumal solche Maßnahmen nicht am übernahmerechtlichen Zulässigkeitsmaßstab zu messen sind, sind § 70 AktG und § 3 Z 3 ÜbG nur so weit anwendbar, als den Verwaltungsorganen bei der Durchführung solcher Maßnahmen ein Ermessensspielraum zukommt. Beruhen solche Abwehrmaßnahmen auf Hauptversammlungsbeschlüssen, die der Verwaltung keinerlei Entscheidungsbefugnis mehr einräumen, scheidet eine Beurteilung anhand der Bestimmungen über Organverhalten aus und zu Grunde liegende Hauptversammlungsbeschlüsse sind nach den materiellen Bestimmungen für die jeweilige Beschlussart zu beurteilen.[92]

Das **übernahmerechtliche Verhinderungsverbot** wird ab jenem **Zeitpunkt** wirksam, ab dem der Zielgesellschaft eine **Angebotsabsicht bekannt** wird. Diese Regel geht (zulässigerweise) über die Vorgabe der ÜbRL (Art 9 Abs 1) hinaus und erfasst auch jenen Zeitraum, der zwischen einer allfälligen Kenntniserlangung von der Angebotsabsicht und der formellen Information der Zielgesellschaft nach § 5 Abs 2 oder Abs 3 ÜbG liegt. Trotzdem sind Konstellationen denkbar, in denen das Verhinderungsverbot zeitlich zu kurz zu greifen scheint: Gibt der Bieter lediglich Überlegungen zur Angebotsstellung bekannt, wirkt das Verhinderungsverbot des § 12 ÜbG noch nicht; es wird aber davon ausgegangen, dass bereits auf Grund von § 3 Z 3 ÜbG (Interessenwahrungsgrundsatz) beabsichtigte Abwehrmaßnahmen unzulässig sind.[93] Der umgekehrte Fall von Verhandlungen mit der Zielgesellschaft über geheime Angebotsvorbereitungen (§ 6 ÜbG) erscheint hingegen nicht problematisch.

Die Zulässigkeit des angebotsrelevanten Verwaltungshandelns wird durch § 12 Abs 3 ÜbG in zweierlei Hinsicht eingegrenzt: Einerseits gilt ein Zustimmungserfordernis der **Hauptversammlung** für **Maßnahmen außerhalb des**

---

91 *Hlawati/Birkner/Graf*, ecolex 2000, 84; *Winner*, Zielgesellschaft 89; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 92.

92 So auch *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 92 aE.

93 *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 91.

normalen Geschäftsverlaufes, die vor dem Bekanntwerden des Angebots beschlossen und vom Vorstand bzw Aufsichtsrats der Zielgesellschaft zum Zeitpunkt der geplanten Umsetzung noch nicht einmal teilweise implementiert wurden. Andererseits werden **Maßnahmen** als **zulässig** angesehen und folglich von der Zustimmungserfordernis befreit, zu denen die Zielgesellschaft zum relevanten Zeitpunkt **bereits verpflichtet** ist.

Insgesamt ist der **Handlungsspielraum der Verwaltungsorgane** der Zielgesellschaft daher **einigermaßen eingeschränkt**. Die Zustimmung der Hauptversammlung muss jeweils zu konkreten Maßnahmen eingeholt werden; Vorratsermächtigungen sind ungenügend.[94] Die kürzeste zulässige Angebotsfrist beträgt gemäß § 19 Abs 1 ÜbG zwei Wochen. Die aktienrechtliche Untergrenze für die Einberufungsfrist einer Hauptversammlung beträgt 14 Tage (§ 107 Abs 1 AktG), wobei die Satzungen zahlreicher börsenotierter Gesellschaften – vor allem im Hinblick auf Regel 4 ÖCGK – eine längere Einberufungsfrist vorsehen. Zur wirksamen Umsetzung solcher Maßnahmen im Außenverhältnis wurde daher in der Literatur[95] ein vertraglicher Zustimmungsvorbehalt als aufschiebende Bedingung vorgeschlagen.

Abschließend ist zu fragen, ob die im § 12 iVm § 3 Z 3 ÜbG normierten **Verbote** absolute Wirkung (auch im Verhältnis zu Dritten) entfalten. Richtigerweise **konkretisieren** diese Bestimmungen lediglich den **allgemeinen Verhaltensmaßstab** für Organverhalten und begründen im Fall der Verletzung die gleichen Rechtsfolgen wie sorgfaltwidriges Verhalten nach allgemeinen aktienrechtlichen Bestimmungen.

C. Einzelne Maßnahmen der Organe der Zielgesellschaft

Die (österreichische) Literatur hat sich bereits mehrfach im Detail mit der Zulässigkeit einzelner Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers befasst.[96] Die teils umfangreichen Aufzählungen möglicher Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers sind zu einem guten Teil von der amerikanischen Rechtspraxis inspiriert. Aufgrund der unterschiedlichen rechtlichen Voraussetzungen in den Vereinigten Staaten[97] ist das Spektrum der in der Literatur dargestellten möglichen Abwehrmaßnahmen aber zumeist deutlich weiter, als dies dem durch das österreichische

94 *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 96 mwN.

95 *Diregger/Winner*, Deutsches und österreichisches Übernahmerrecht aus Anlegersicht, WM 2002, 1583 ff (1590).

96 Einen Überblick bieten *Hlawati/Birkner/Graf*, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, ecolex 2000, 84; *Stingl*, Zur Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im Aktien- und Übernahmerecht, GesRZ 1999, 113 ff; in Deutschland etwa *Krause*, Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, AG 2002, 133 ff.

97 *Hopt*, Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in FS Lutter 1361 (1370 ff), der auf die US-amerikanische Gegenposition der *business judgement rule* gegenüber europäischen Konzepten hinweist.

Gesellschafts- und Übernahmerecht vorgegebenen Rahmen entspricht. In der Praxis kommen Abwehrmaßnahmen gegen feindlichen Übernahmen in Österreich nur selten vor.[98] Im Folgenden wird daher ausschließlich auf ausgewählte Abwehrmaßnahmen eingegangen, die nach österreichischem Recht zumindest unter bestimmten Voraussetzungen durchführbar sind und deren Rahmenbedingungen sich auf Grund rezenter gesetzlicher Neuerungen zumindest teilweise verändert haben:

Change-of-control-Bestimmungen

Eine durchaus auch erhebliche Auswirkung auf die Vermögensverhältnisse der Gesellschaft (und damit deren Attraktivität für einen – potenziellen – Bieter) können Vertragsbeziehungen haben, im Rahmen derer an einen Kontrollwechsel in der Zielgesellschaft bestimmte Rechte (vor allem Gestaltungsrechte, wie etwa Kündigung) des Vertragspartners geknüpft sind. Dabei sind sowohl Anknüpfungen an den übernahmerechlichten Kontrollbegriff als auch solche an herkömmliche Kontrolldefinitionen (etwa Stimmrechtsmehrheit, Kapitalmehrheit, Organbesetzungen und sonstige Einflussnahme) denkbar, wobei solche „klassische" *Change-of-control*-Bestimmungen den übernahmerechtlichen Kontrollwechsel idR mit umfassen. In vielen Fällen werden *Change-of-control*-Bestimmungen nicht intentional zur Übernahmeabwehr eingesetzt. Es ist aber nicht auszuschließen, dass solche Klauseln einen Abwehrzweck für den Fall feindlicher Übernahmeangebote auch mit umsetzen. Bei isolierter Betrachtung solcher Vertragsbestimmungen als intentionale Abwehrmaßnahme ist es zweifelhaft, ob diese mit dem Interessenkatalog des § 70 AktG (als abstrakte Abwehrmaßnahme) oder des § 3 Z 3 iVm § 12 ÜbG (in einem konkreten Übernahmefall) vereinbar wären. Ein besonderes Interesse der Gesellschaft (aus aktienrechtlicher Sicht) oder der Beteiligungspapierinhaber (übernahmerechtlich betrachtet) lässt sich nur schwer ausmachen. **In aller Regel** wird eine *Change-of-control*-Bestimmung, die an einem Kontrollwechsel in der Zielgesellschaft anknüpft, aber im Interesse des Vertragspartners liegen (im Extremfall sogar Voraussetzung für den Vertragsabschluss sein) und daher aus dem Blickwinkel der Beurteilung des Verwaltungshandelns bei der Zielgesellschaft **nicht zu beanstanden** sein.

Mit dem ÜbRÄG 2006 wurde – ebenfalls in Umsetzung der ÜbRL – eine neue **Offenlegungspflicht im Rahmen des Lageberichts** von börsenotierten Aktiengesellschaften in **§ 243a UGB** eingeführt. Z 8 dieser Bestimmung verpflichtet zur Offenlegung von bedeutenden Vereinbarungen der Zielgesellschaft, die bei einem Kontrollwechsel in der Gesellschaft in Folge eines Übernahmeangebots wirksam werden, sich ändern oder enden. Zudem sind gemäß Z 9 Entschädigungsvereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und ihren Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern sowie Arbeitnehmern offenzulegen, soweit diese an den Fall eines öffentlichen Übernahmeangebots anknüpfen. Nur im Rahmen der Z 8 (bedeutende Ver-

[98] Vgl etwa den gescheiterten Übernahmeversuch der Brainforce Software auf Topcall mit der Abwehr durch Topcall und der folgenden Übernahme durch den *white knight* Dicom.

einbarung) besteht eine (an § 112 Abs 3 AktG über die Auskunftsverweigerung in der Hauptversammlung angelehnte) Möglichkeit, die Offenlegung zu unterlassen, wenn der Gesellschaft ein erheblicher Schaden droht. Die nähere Ausgestaltung dieser Offenlegungspflicht (und Sanktionen im Falle ihrer Verletzung) sind nicht Gegenstand dieses Beitrags; der Umstand einer rechtlich gebotenen Publizität einer möglichen Abwehrmaßnahme ist aber zu bedenken.

Exkurs: Höchststimmrechte

Nach allgemeinen aktienrechtlichen Regeln kann die Satzung einer Gesellschaft Höchststimmrechte vorsehen (§ 114 Abs 1 Satz 2 AktG). Eine entsprechende Satzungsbestimmung, die eine **Stimmrechtsbeschränkung von maximal 30%** vorsieht, **schließt** das Erlangen einer kontrollierenden Beteiligung und damit eine Verpflichtung zur Stellung eines **Pflichtangebots** nunmehr **von vornherein aus** (§ 24 Abs 2 Z 3 ÜbG).

Das Stellen von Übernahmeangeboten nach anderen Bestimmungen (Teilangebote, freiwillige auf Kontrolleerlangung gerichtete Angebote) bleibt einem Bieter aber unbenommen. Wird durch ein solches Angebot eine qualifizierte Beteiligung erlangt (siehe dazu Punkt 4.D. unten), ist unter bestimmten Voraussetzungen eine **Beseitigung der Stimmrechtsbeschränkung** durch den neuen Hauptaktionär **möglich**.

Suche nach einem konkurrierenden Bieter (white knight)

Im ÜbG nunmehr **ausdrücklich als zulässig anerkannt** ist die Suche nach einem konkurrierenden Bieter durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft. Dies entsprach aber bereits vor Inkrafttreten des ÜbRÄG 2006 der hM.[99] Durch diese Klarstellung ist nicht etwa das Verhinderungsverbot eingeschränkt. Vielmehr erfährt die Verpflichtung der Verwaltungsorgane zur Wahrung der Interessen der Aktionäre (vor allem an Preismaximierung) eine konkrete Ausprägung, die ohnehin bereits in anderen Bestimmungen des ÜbG (§ 17 zu konkurrierenden Angeboten) Ausdruck finden.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass ein allfälliger ***white knight*** von den Organen der Zielgesellschaft **nicht** etwa **bevorzugt behandelt** werden darf, sondern – auch und vor allem im Interesse der Aktionäre – wie der ursprüngliche, früher aufgetretene Bieter zu behandeln ist.[100]

Ausgabe von Wertpapieren

Ebenfalls (entsprechend der Richtlinienvorgabe) erstmalig positiviert ist die exemplarische Erfassung von Wertpapieremissionen als mögliche Abwehrmaßnahme, die grundsätzlich dem **Verhinderungsverbot voll unterliegt**. Ungeachtet

[99] *Winner*, Zielgesellschaft 85; *Huber/Löber*, ÜbG § 12 Rz 28; *Kalss/Oppitz/Zoller*, Kapitalmarktrecht § 23 Rz 70 aE; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht[2] Rz 94 mwN.

[100] *Huber/Löber*, ÜbG § 12 Rz 30.

dieser Bestimmung ist die Begebung von Wertpapieren aber dennoch zulässig, sofern sie auf einer anderen, nach § 12 ÜbG zulässigen, Maßnahme beruht. Alternative Zulässigkeitsvoraussetzungen sind daher die Beschlussfassung durch die Hauptversammlung sowie das Bestehen einer Rechtspflicht der Zielgesellschaft.

Kapitalerhöhungen auf Grund von **Beschlüssen der Hauptversammlung** (ordentliche Kapitalerhöhung) sind auf Grund der Bezugsrechte bestehender Aktionäre nicht zur effektiven Verhinderung eines Übernahmeangebots geeignet, soweit der Bieter bereits eine Beteiligung an der Gesellschaft hält und seine Bezugsrechte ausübt. In diesem Fall wird die **Übernahme** für ihn lediglich **verteuert**. Kapitalerhöhungen mit **Bezugsrechtsausschluss** sind nur unter **sehr eingeschränkten Voraussetzungen** möglich, deren Vorliegen im Einzelfall geprüft werden muss. Die Verhinderung einer Übernahme alleine wird in aller Regel aber keine sachliche Rechtfertigung für einen Bezugsrechtausschluss darstellen.

Zumal eine Aktiengesellschaft vor einem Kapitalerhöhungsbeschluss keine diesbezüglichen Zusicherungen machen kann und Bezugsrechte bestehender Aktionäre immer vorbehalten sind (§ 154 AktG), sind Fälle einer bereits bestehenden **Rechtspflicht zur Begebung neuer Aktien nur eingeschränkt** denkbar. Hauptfälle sind die Bedienung von **Aktienoptionen** oder **Wandelschuldverschreibungen** (aus bedingten oder genehmigten Kapital).[101]

Im Übrigen ist der Begriff des Wertpapiers iSd § 12 ÜbG breit und nicht auf Aktien beschränkt. Auch nicht stimmrechtstragende Wertapiere (etwa Schuldverschreibungen oder Genussscheine) sind erfasst. Neben dem Risiko der Verwässerung ist ein Bieter also auch vor allfälligen unerwünschten Auswirkungen der Begebung anderer Wertpapiere (etwa Schuldverschreibungen) auf die Zielgesellschaft geschützt.

D. Durchbruchsregelung

Seit dem ÜbRÄG 2006 steht es **Satzung**sgebern von Aktiengesellschaften frei, **Stimmrechbeschränkungen in bestimmten Fällen** für **nicht anwendbar** zu erklären (§ 27 Abs 4 ÜbG). So kann die Anwendbarkeit von Stimmrechtsbeschränkungen für die Beschlussfassung über Maßnahmen gemäß § 12 ÜbG während der Annahmefirst ausgeschlossen werden. Weiters kann für den Fall des Erreichens einer Mehrheit von 75% des – grundsätzlich – stimmberechtigten Grundkapitals vorgesehen werden, dass eine im Anschluss an das Übernahmeverfahren einberufene Hauptversammlung unter anderem Satzungsänderung oder Wahlen in dem Aufsichtsrat beschließen kann, ohne dass die Stimmrechtsbeschränkungen Anwendung finden.

[101] Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht[2] Rz 95.

E. Wechselwirkungen Angebot und Verteidigungsmaßnahmen

Im Grundfall hat das Verhalten der Organe der Zielgesellschaft, insbesondere mögliche Abwehrmaßnahmen, keine unmittelbare rechtliche Auswirkung auf die Durchführung eines Übernahmeangebotes.

Im Falle eines **Pflichtangebots** steht – mit Ausnahme von Fällen, in denen ein Erwerber die Auslösung einer Sperrfrist nach § 21 ÜbG und andere Rechtsfolgen bewusst in Kauf nimmt – das Stellen eines Pflichtangebots nach dem Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung **nicht mehr zur Disposition** des Bieters. Die Anzeige und Veröffentlichung des Pflichtangebots geschieht in Erfüllung einer Rechtspflicht.

Im Fall von allen **anderen Übernahmeangeboten** (insbesondere solchen, die auf Kontrollerlangung gerichtet sind) stehen Anzeige und Veröffentlichung des Übernahmeangebots und die Verhaltenspflichten der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft in einem **engen zeitlichen Zusammenhang**. Besondere übernahmerechtliche Verhaltenspflichten gelten für die Organe erst ab dem Zeitpunkt, ab dem die Absicht des Bieters, ein Angebot abzugeben, bekannt wird. Die Bekanntmachung der Angebotsabsicht durch den Bieter wird zu diesem Zeitpunkt im Regelfall bereits erfolgt sein oder unmittelbar bevorstehen. Damit beginnt für den Bieter aber der **übernahmerechtliche Fristenlauf**, der ihn zur Anzeige des Angebots innerhalb einer Frist von zehn (im Fall einer Fristverlängerung durch die Übernahmekommission: 40) Börsetagen verpflichtet. Sofern Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft ab diesem Zeitpunkt **zulässige Abwehrmaßnahmen** setzen, deren Auswirkungen für den Bieter möglicherweise nicht vollständig und umfassend absehbar sind, kann ein **Interesse des Bieters** bestehen, **von einem Übernahmeangebot noch abzustehen**. Der Bieter bleibt in seiner Entscheidung, ein Angebot zu stellen, vor dessen Anzeige und Veröffentlichung grundsätzlich frei. Dieses Verhalten ist allerdings mit einer im Regelfall einjährigen Sperrfrist für den Bieter und alle gemeinsam mit ihm vorgehenden Rechtsträger verbunden. Eine neuerliche Anbotsstellung ist für diesen Zeitraum untersagt, sofern die Übernahmekommission nicht auf Antrag eine Verkürzung der Sperrfrist ausspricht.

Problematischer ist der Fall, in dem der Bieter ein **Übernahmeangebot anzeigt und veröffentlicht** und in der Folge auf Grund von Abwehrhandlungen der Organe der Zielgesellschaft **rechtliche oder wirtschaftliche Entwicklungen** eintreten, die den Bieter allenfalls ursprünglich von einem Angebot **hätten abstehen lassen**. Eine Einflussnahme des Bieters auf die Erfolgswahrscheinlichkeit des Angebots besteht nicht. Insbesondere die bei Vorbereitung des Angebots noch mögliche (etwa gezielt geringe und exakt an den Mindestbeträgen des § 26 ÜbG orientierte) Bemessung des Angebotspreises scheidet aus.

Eine **ausdrücklich geregelte Rückzugsmöglichkeit** des Bieters auf Grund von Abwehrhandlungen der Zielgesellschaft **kennt das ÜbG nicht**.

Der Bieter hat aber unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit, sein Angebot bereits unter bestimmten **Bedingungen und Rücktrittsvorbehalten**

abzugeben. Dies ist nur unter engen Voraussetzungen möglich und erfordert insbesondere eine sachliche Rechtfertigung. Nach der gesetzlichen Grundregel (§ 8 ÜbG) wird diese angenommen, wenn (i) eine Rechtspflicht des Bieters besteht oder (ii) der Eintritt der Bedingung oder die Ausübung des Rücktritts nicht ausschließlich vom Ermessen des Bieters abhängt. In der Praxis der Übernahmekommission wurden bislang einige Bedingungen zugelassen, die Ereignisse bei der Zielgesellschaft zum Gegenstand hatten.[102] Diese betrafen neben Bedingungen über Insolvenzereignisse oder Satzungs-(Kapital-)Änderungen und vor allem den *Material Adverse Change* (MAC), also eine anhand bestimmter objektiver Parameter zum Ausdruck gebrachte Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage der Zielgesellschaft.

Soweit ersichtlich, wurde in der österreichischen Übernahmepraxis eine **ausdrücklich an Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft anknüpfende Bedingung** noch nicht eingesetzt. Die Gesetzesmaterialien zum ÜbG 1999 nehmen auf solche Maßnahmen schon ausdrücklich Bezug; so könnten nach Maßgabe von § 12 ÜbG herbeigeführte wesentliche Veränderungen der Zielgesellschaft, wie etwa der Verkauf für den Bieter relevanter Unternehmensbestandteile (eine geradezu „klassische" Maßnahme – *crown jewel defense*), als zulässige Bedingung angesehen werden.[103] Bei der Gestaltung einer solchen Bedingung wäre aber jedenfalls darauf Bedacht zu nehmen, dass diese für den Angebotsadressaten **transparent** ist und der **Bedingungseintritt objektiv nachgeprüft** und **nicht ausschließlich vom Bieter beeinflusst** werden kann.[104]

V. Haftung der Organe der Zielgesellschaft für Äußerungen nach § 14 ÜbG

Gemäß § 14 ÜbG haben der Vorstand und (nach dem Inkrafttreten des ÜbRÄG 2006 nunmehr auch) der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft begründete Äußerungen zum Übernahmeangebot zu erstatten. Diese Bestimmung dient primär der Information der Beteiligungspapierinhaber und setzt insbesondere den Grundsatz der angemessenen Informationsversorgung und Transparenz (§ 3 Z 2 ÜbG) um.[105] Ergänzend kann die Pflicht zur Erstattung von Äußerungen auch als Ausprägung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 3 Z 1 ÜbG) und des Schutzes der Beteiligungspapierinhaber (§ 3 Z 1a ÜbG) angesehen werden. Durch einen Sorgfaltsmaßstab ergänzt wird diese Bestimmung durch die in § 4 Z 3 normierte

[102] Vgl dazu (jeweils zur Rechtslage vor dem ÜbRÄG 2006, das an der relevanten Bestimmung des § 8 ÜbG aber nichts änderte) *Hasenauer/Birkner*, Verzicht auf Bedingungen im Übernahmerecht, ecolex 2005, 215 ff; *Herbst*, Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte in Übernahmeangeboten, JBl 2003, 693 ff.

[103] ErlRV 1276 BlgNR 20. GP 31.

[104] *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 23 Rz 97.

[105] Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 80 ff.

Verpflichtung, Informationen und Erklärungen sorgfältig, genau und vollständig auszuarbeiten und unrichtige oder irreführende Informationen zu unterlassen, die § 12 Abs 1 aE ÜbG sinngemäß auf Erklärungen der Zielgesellschaft erweitert.

Im Folgenden sollen die möglichen Rechtsfolgen einer Pflichtenverletzung durch Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit der Erstattung der Äußerungen[106] untersucht werden:

A. Inhaltliche Anforderungen an die Äußerung und Sorgfaltsmaßstab

In einem Übernahmeverfahren steht jeder Beteiligungspapierinhaber vor einer **Deinvestitionsentscheidung**. Über die **umfassendsten Informationen** über die Zielgesellschaft und deren Geschäftsbetrieb verfügt in aller Regel deren **Vorstand**, in einem abgestuften Ausmaß auch der **Aufsichtsrat**. Im Sinne der Gleichbehandlung der Beteiligungspapierinhaber und des Transparenzgebots soll im Wege der Äußerung der Zielgesellschaft dieses Wissen **für die Angebotsadressaten nutzbar gemacht** werden.[107]

Im Vordergrund steht schon nach dem Wortlaut der Bestimmung aber weniger eine angeordnete Offenlegung unternehmensbezogener Fakten. Vielmehr haben die Verwaltungsorgane das Übernahmeangebot, in Bezug auf die angebotene Gegenleistung, die Interessen der Beteiligungspapierinhaber und die Auswirkungen auf Zielgesellschaft, Arbeitnehmer, Gläubiger und das öffentliche Interesse zu **prüfen**. Vorgesehen ist weiters, dass die Verwaltungsorgane eine Empfehlung an die Angebotsadressaten über die Annahme oder Ablehnung des Angebots aussprechen. Von einer solchen **Empfehlung** können die Verwaltungsorgane absehen, wenn sie sich zu deren Abgabe nicht im Stande sehen. In Sondersituationen, in denen Interessenskonflikte bestehen (vor allem Management Buy-Out), können die Organe sogar verpflichtet sein, sich einer Empfehlung zu enthalten. In allen Fällen werden Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet sein, anhand der wesentlichen Gesichtspunkte die Argumente für die Annahme oder die Ablehnung des Angebots zusammenzufassen.[108]

Zum **Sorgfaltsmaßstab** ist zu klären, ob § 4 Z 3 ÜbG eine vom allgemeinen Sorgfaltsmaßstab der §§ 84, 99 AktG abweichende Regelung trifft. Mit *Winner*[109] ist davon auszugehen, dass grundsätzlich ein **maßfigurkonformes Verhalten** von Vorständen und Aufsichtsräten zu fordern ist, das freilich in der Übernahmesitu-

106 Die viel weiter reichende Frage der Haftung für Verletzungen des § 12 ÜbG muss in diesem Zusammenhang aus Platzgründen unterbleiben.

107 Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 166, die – auch in Anlehnung an *Winner*, Zielgesellschaft 107 ff – illustrativ von der Überbrückung einer Informationsasymmetrie sprechen.

108 Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 166 ff; zum Sonderfall des Management Buy-Out vor allem *M. Doralt*, Management Buyout 36 ff; *Winner*, Zielgesellschaft 228 ff.

109 Zielgesellschaft 91.

ation an **besonders hohen Anforderungen** zu messen ist. Eine besondere Verschärfung des Sorgfaltsmaßstabes im Sinne von *„highest standards of accuracy"*[110] ist dem Gesetz nicht zu entnehmen.

B. (Verwaltungs)strafrechtliche Sanktionen

§ 35 ÜbG bestimmt ausdrücklich, dass – vorbehaltlich einer gerichtlichen Strafbarkeit – Mitglieder von Verwaltungsorganen für Verletzungen – unter anderem – der § 4 Z 3 2. HS iVm § 12, § 12 und § 14 Abs 1 und Abs 3 mit einer **Verwaltungsstrafe** von EUR 5.000 bis EUR 50.000 zu belegen sind.

Darüber hinaus könnte die Stellungnahme gemäß § 14 ÜbG auch als Bericht oder Darstellung betreffend die Gesellschaft, die an die Öffentlichkeit oder an die Gesellschafter gerichtet sind, angesehen werden und **im Falle der unrichtigen Wiedergabe, Verschleierung oder Verschweigung erheblicher Umstände** zu einer **Strafbarkeit gemäß § 255 AktG** führen.[111]

Dies mag bei erster Betrachtung die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft einem erheblichen Risiko aussetzen. Greift man allerdings auf die inhaltlichen Anforderungen an die Äußerung gemäß § 14 ÜbG zurück, ergibt sich keine strengere Behandlung als im Zusammenhang mit anderen Publizitätspflichten. Vor allem hat die Äußerung nach § 14 ÜbG in weiten Teilen eine wertende Beurteilung des Übernahmeangebots zu enthalten.[112] Diese wird auf Grund ihrer subjektiven Elemente nicht immer in allen Elementen einer umfassenden Vollständigkeits- und Richtigkeitskontrolle zugänglich sein.

C. Schadenersatz

Das **ÜbG** selbst ordnet im Fall einer unrichtigen oder unvollständigen Erstellung der Äußerungen von Vorstand und Aufsichtsrat **keine zivilrechtliche Haftung** an.

In der **Literatur** wurde in unterschiedlichen Zusammenhängen die **zivilrechtliche Haftung für Kapitalmarktinformation** untersucht.[113] Zentrum des Augenmerks bildeten dabei zumeist prospektbezogene Haftungsgrundlagen und

---

110 So allerdings *Huber/Löber*, ÜbG § 4 Rz 17.

111 Vgl ausführlich zu dieser Bestimmung *Kalss* in Doralt/Nowotny/Kalss, § 255 1 ff; *Jabornegg/Geist* in Jabornegg/Strasser, AktG[4] § 255 Rz 1 ff.

112 Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht[2], Rz 168.

113 Mit der Frage nach Schadenersatzansprüchen als Hauptuntersuchungsgegenstand befassten sich etwa *Kalss*, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche, ÖBA 2000, 641 ff; *Kalss*, Anlegerinteressen (2001); *Brandl/Hohensinner*, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der *Ad-hoc*-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, ecolex 2002, 92 ff; *Kalss/Oppitz*, Österreich, in Hopt/Voigt, Prospekthaftung und Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, 811 ff. *Gruber*, *Ad hoc* Publizität, ÖBA, 2003, 239 ff; *Gruber*; Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen?, wbl 2006, 445 ff; zuletzt *Gruber*, Kapitalmarkinformationshaftung der Aktiengesellschaft und Kapitalerhaltungsgrundsatz, JBl 2007, 2ff (Teil I), 90 ff (Teil II).

die börserechtliche Regel- und *Ad hoc*-Publizität. Übernahmerechtliche Normen als Haftungsgrundlage wurden dabei kaum in den Mittelpunkt gestellt[114] und sogar schon als „einem spezialgesetzlichen Regime mit besonderen Pflichten" unterliegender Rechtsbereich[115] aus der Betrachtung ausgeklammert.

Zu fragen ist, ob aus der Verletzung des § 14 ÜbG Schadenersatzansprüche ableitbar sind und wer bejahendenfalls Adressat solcher Ansprüche ist. Als **mögliche Grundlage** für eine kapitalmarktrechtliche Haftung kommt grundsätzlich eine **Reihe von Konzepten** in Frage; dies sind eine (unmittelbare) vertragliche Haftung, Vertrag zu Gunsten Dritter, Vertrag mit Schutzwirkungen zu Gunsten Dritter, die Verletzung eines Schutzgesetzes oder ein unmittelbares Sonderrechtsverhältnis.

Vertragliche Haftungsgrundlagen können uE im Folgenden außerhalb der Betrachtung gelassen werden, weil Vertragsbeziehungen der Zielgesellschaft oder ihrer Organe mit Wirkungen oder Schutzwirkungen zu Gunsten eines Anlegers im Übernahmefall nicht bestehen.

In Betracht kommt allerdings die Haftung wegen **Verletzung eines Schutzgesetzes**, die im Bereich der Kapitalmarktinformation im Grunde anerkannt ist.[116] Zu konkretisieren ist allerdings, welche Norm als das verletzte Schutzgesetz in Frage kommt.

Vorab ist festzustellen, dass es zu **Konkurrenzen zwischen § 255 AktG und § 35 ÜbG** kommen kann. Soweit nämlich die Äußerung oder Teile davon die Tatbestandsvoraussetzungen des § 255 AktG erfüllen[117], wird die verwaltungsstrafrechtliche Verantwortlichkeit nach § 35 ÜbG verdrängt. Subsidiär sind Mitglieder des Vorstands oder Aufsichtsrats bei Verletzungen von § 4 Z 3 iVm § 14 Abs 1 und Abs 3 ÜbG verwaltungsstrafrechtlich verantwortlich. Während die in § 255AktG angeordnete strafrechtliche Verantwortung nur bei Vorsatz gilt[118], kommt eine Verwaltungsstrafbarkeit bereits bei Fahrlässigkeit in Betracht.[119] Diese Unterscheidung und selektive Verschärfung des allgemeinen Maßstabs des § 255 AktG für den übernahmerechtlichen Bereich erscheint auch vor dem Hintergrund des § 4 Z 3 ÜbG (gegenüber §§ 84, 99 AktG; siehe dazu oben 5.A.) konsistent.

---

114 Mit der wesentlichsten Ausnahme von *Größ*, Anlegerschutz im Übernahmerecht (2003).

115 So *Gruber*, Kapitalmarkinformationshaftung der Aktiengesellschaft und Kapitalerhaltungsgrundsatz, JBl 2007, 2 ff (3).

116 Vgl nur *Gruber*, Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen?, wbl 2006, 445 ff (446) mwN.

117 Zu denken ist vor allem an Abs 1 Z 1: „Berichten, Darstellungen und Übersichten betreffend die Gesellschaft [...] an die Öffentlichkeit oder an die Gesellschafter [...] die Verhältnisse der Gesellschaft [...] unrichtig wiedergibt, verschleiert oder verschweigt."

118 *Kalss* in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 255 Rz 4 mwN.

119 Vgl *Walter/Mayer*, Verwaltungsverfahrensrecht[8] Rz 738: „Bestimmt sie [die einzelne Verwaltungsstrafvorschrift, *Anm.*] nichts, so genügt Fahrlässigkeit (§ 5 Abs 1 VStG)."; dies ergibt sich auch *e contrario* aus § 35 Abs 1 Z 4 ÜbG, der als einziger übernahmerechtlicher Verwaltungsstraftatbestand auf Vorsatz abstellt.

Legt man an diese Ausgangssituation und die beiden relevanten Normen den für die Identifikation von Schutzgesetzen entwickelten Maßstab an, ergibt sich wohl in beiden Fällen, dass **abstrakte Gefährdungsverbote** vorliegen, die bestimmte Personen oder Personengruppen (hier: Aktionär zw. Angebotsadressat) vor einer Verletzung ihrer Rechtsgüter schützen sollen.[120] Auf die Normqualität eines Schutzgesetzes iSd § 1311 ABGB kommt es nicht an[121], sodass auch die Sanktionen der Verletzung von Verhaltenspflichten in anderen Rechtsbereichen und damit die Unterscheidung gerichtliche Strafbarkeit *vs* Verwaltungsdelikt vorerst kein verlässliches Unterscheidungskriterium bieten.

Eine nähere Betrachtung verdient aber die **Person des möglichen Haftpflichtigen**. Im Fall einer Verletzung des **§ 255 AktG**, der an eine vorsätzliche Fehl- oder Nichtinformation anknüpft, erscheint eine persönliche Haftung von **Organmitgliedern** als unproblematisch begründbar und adäquat.

Für den übernahmerechtlichen Bereich ist zuerst zu fragen, ob der **Schutzzweck der § 4 Z 3 iVm § 14 Abs 1 und Abs 3 ÜbG** tatsächlich eine – nicht ausdrücklich angeordnete – persönliche zivilrechtliche Haftung von Mitgliedern der Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft mit umfassen. Dagegen sprechen uE gute Gründe.

Einerseits lässt sich **§ 255 AktG als zentrale Regel für die Informationshaftung von Organen im Außenverhältnis** sehen und diese Norm als Schutzgesetz iSd § 1311 ABGB auch als abschließende Regel und Rahmenbestimmung der zivilrechtlichen Haftung bei Verletzung von Informationspflichten begreifen. Die **zivilrechtliche Haftung korreliert mit der Strafbarkeit** und besteht **nur bei Vorsatz**. *Gruber*[122] lässt sich (ganz ausdrücklich) ebenso in diesem Sinne verstehen wie mittelbar auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, die für die persönliche Außenhaftung von Organen wegen Verletzungen von Informationspflichten im Rahmen der *Adhoc*-Publizität[123], der Regelpublizität[124], Beteiligungspublizität[125] und auch bei Verbreitung freiwilliger fehlerhafter Information[126] primär auf § 255 AktG als Haftungsgrundlage zurückgreifen. Der Schutzgesetzcharakter einer konkreten kapitalmarktrechtlichen Informationsverpflichtung (die nicht von einer ausdrücklichen Haftungsbestimmung begleitet ist) würde nach diesem Ansatz indirekt aus § 255 AktG erwachsen.

---

120 Vgl *Harrer* in Schwimann, ABGB³ § 1311 Rz 9 mwN.

121 Die Lehre vom Schutzgesetz erkennt neben strafrechtlichen Normen, die in die Zuständigkeit der Gerichte fallen, auch gesetzliche Verwaltungsstrafnormen und sogar Verordnungen und Bescheiden Schutzgesetzcharakter zu; vgl *Karner* in Koziol/Bydlinski/Bollenberger, ABGB, § 1311 Rz 4 mwN.

122 *Gruber*; Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen?, wbl 2006, 445 ff (446).

123 *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarkrecht § 19 Rz 18.

124 *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarkrecht § 19 Rz 39.

125 *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarkrecht § 19 Rz 47.

126 *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarkrecht § 19 Rz 67.

Wenn man **§ 4 Z 3 iVm § 14 Abs 1 und Abs 3 ÜbG unmittelbar mit einer zivilrechtlichen Haftung bewehrten Schutzgesetzcharakter** zuerkennt[127], wäre eine unmittelbare Außenhaftung von Organmitgliedern nur ein – zweifellos rigoros anmutendes – Zwischenergebnis. Anders als im Bereich der *Ad hoc*-, Regel- und Beteiligungspublizität ordnet das Übernahmerecht die **Informationspflicht** im Rahmen des § 14 ÜbG **ausdrücklich Vorstand und Aufsichtsrat** zu. Die zuvor genannten börserechtlich erfassten Informationsbereiche sind unternehmensintern ebensolchen Funktionen und Unternehmensbereichen zugeordnet (etwa Konzernrechnungslegung, Konzernkommunikation, Beteiligungsmanagement), sodass eine gebündelte Verhaltsanordnungen an den „Emittenten" sachgerecht erscheint und im Fall der (Schutzgesetz-)Verletzung dem Anleger der Emittent als Haftungsadressat zur Verfügung steht. Die **Äußerungen nach § 14 ÜbG**, die eine kritische Beurteilung eines Übernahmeangebots enthalten sollen, **erfordern** im Regelfall ein gleichermaßen **strukturiert breites wie umfangreiches Wissen über die Zielgesellschaft** und **bewertungsrelevante Umstände**, das der Gesetzgeber richtig bei Vorstand und Aufsichtsrat annimmt und daher diesen die Erstattung der Äußerungen *ad personam* aufträgt. Daraus ist aber nicht bereits auch auf die Zuordnung von Haftungsansprüchen zu Organmitgliedern als Haftpflichtigen zu schließen; vielmehr ist **grundsätzlich davon auszugehen, dass primär die Zielgesellschaft geschädigten Anlegern gegenüber für Pflichtenverletzungen haftet.**[128] Ein Rechtsschutzdefizit entsteht nach diesem Ergebnis nicht: Für vorsätzliche Fehl- oder Nichtinformation haften Verwaltungsorgane nach allgemeinen Regeln (§ 255 AktG iVm § 1311 ABGB) im Fall von Vorsatz persönlich. Für relevante Verletzungen von § 4 Z 3 iVm § 14 Abs 1 und Abs 3 ÜbG hat die Zielgesellschaft einzustehen. Dies führt auch nicht zu einer indirekten Schädigung aller anderen Aktionäre (reflexiv über eine Vermögensreduktion der Zielgesellschaft), weil Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat gegenüber der Gesellschaft wiederum nach allgemeinen Regeln (§§ 84, 99 AktG) für Verletzungen ihrer Sorgfaltspflichten haften.

Neben der Haftung wegen Verletzung eines Schutzgesetzes wird auch versucht, eine persönliche Haftung von Organen auf Grund einer **sondergesetzlichen Verbindung** zu begründen. Prominenteste Advokatin dieses Ansatzes ist *Kalss*, prominentester Opponent wohl *Gruber*.[129]

Zusammengefasst sprechen uE **gegen die Begründung einer persönlichen Haftung** im vorliegenden Fall im Wege einer sondergesetzlichen Verbindung eine Reihe von Gründen:

Prämisse ist, dass – im Bereich Kapitalmarktinformationshaftung nach zivilrechtlichen Grundsätzen – eine „sorgfältige Differenzierung der einzelnen in Fra-

[127] So etwa *Brandl/Hohensinner*, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der *Ad-hoc*-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, ecolex 2002, 92 ff (94), für die *Ad-hoc*-Publizität.

[128] *Winner*, Zielgesellschaft 70.

[129] Jeweils vor allem in den in FN 114 genannten Schriften.

ge stehenden Personen und ihrer jeweiligen Aufgabe gerade im Verhältnis zum jeweiligen Anspruchsberechtigten"[130] am Platze ist. Ein Mittelpunkt der Betrachtung ist bei allen Begründungsversuchen auch das Interesse des Emittenten an der Verkaufsförderung (im Primärmarkt) und an der dauernden Verfügbarkeit von Betriebskapital (im Sekundärmarkt).[131] Gerade das Übernahmerecht betrifft aber einen Bereich, der neben dem Eintritt in den und Existenz im Kapitalmarkt einen möglichen Weg aus dem Kapitalmarkt betrifft und daher als ein einem spezialgesetzlichen Regime unterliegender[132], nach anderen Regeln zu behandelnder Bereich angesehen werden kann. Verhaltensanordnungen direkt gegenüber Organen erklären sich hier aus der – vom Gesetzgeber angenommenen, auf Vorstand und Aufsichtsrat fokussierten – Informationsasymmetrie. Eine Abrundung des Bildes ergibt sich aus zwei Überlegungen: Die für Informationshaftung zentrale Norm des § 1300 ABGB knüpft an Wissentlichkeit an, sofern die Raterteilung nicht entgeltlich erfolgt (was hier im Verhältnis zum Beteiligungspapierinhaber nicht zu begründen wäre); dies wird im Recht der Kapitalgesellschaften punktuell durch § 255 AktG iVm § 1311 ABGB verschärft. Ein Wertungswiderspruch würde auch dadurch auftreten, dass ein Verwaltungsorgan im Fall eines Verstoßes gegen § 255 AktG nur bei Vorsatz, im Fall des Verstoßes gegen übernahmerechtliche Informationspflichten aber offenbar bereits bei Fahrlässigkeit haften würde. Von der Einführung einer persönlichen Informationshaftung für Mitglieder des Vorstands im Außenverhältnis (das heißt, gegenüber Anlegern) im Fall der Fahrlässigkeit hat der Gesetzgeber zudem erst kürzlich abgesehen.[133]

Deshalb sprechen uE im Ergebnis gute Gründe dafür, die Verhaltspflichten durch bereits **bestehende (Straf-)Normen, andere Ordnungsvorschriften und Haftungsnormen** als **ausreichend** abgesichert anzusehen und nicht auf die *ultima ratio* einer über das positive Recht hinaus neu zu begründenden persönlichen Haftung von Organmitgliedern zurückzugreifen.

130 *Kalss*, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche, ÖBA 2000, 641 ff.

131 Wiederum *Kalss*, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche, ÖBA 2000, 641 ff.

132 So *Gruber*, Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen?, wbl 2006, 445 ff (446).

133 Vgl zum nicht in den Rechtsbestand übernommenen § 82a BörseG über eine Haftung (auch) der Organe eines Emittenten im Fall der groben Fahrlässigkeit: *Wilhelm*, Abrundung des Anlegerschutzes: § 82 a neu Börsegesetz, ecolex 2005, 265; *Völkl*, Überlegungen zum Entwurf eines § 82 a BörseG – „Haftung für unrichtige oder unterlassene Finanzinformation", RdW 2005, 71 ff; *Göschke*, Drastische Verschärfung der Vorstandshaftung in Sicht, ecolex 2004, 617.

VI. Zusammenfassung und Ergebnis

Hostile Takeovers werfen im Hinblick auf einige übernahmerechtliche Verhaltenspflichten besondere Fragen (vor allem des Verhinderungsverbots und Objektivitätsgebots) auf, wobei neben den – vornehmlich im angloamerikanischen Raum entwickelten – Techniken feindlicher Übernahmeangebote hier vor allem Maßnahme zu deren Abwehr interessieren:

Das österreichische Übernahmerecht sieht neben einem grundsätzlichen **Geheimhaltungsgebot** eine **Bekanntmachungsverpflichtung** im Fall erheblicher Kursbewegungen oder Gerüchte und Spekulationen vor. Daneben eröffnet die Möglichkeit einer **freiwilligen Bekanntmachung** durch die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft diesen einen gewissen Gestaltungsspielraum, wobei Beschränkungen durch verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen falscher Bekanntmachungen zu beachten sind.

Transaktionsvereinbarungen können von einem Bieter sowohl mit der Zielgesellschaft als auch mit einem (Groß-)Aktionär eingegangen werden. Neben Exklusivitätsgeboten können diese unterschiedliche Typen von *break-up fees*, *Stand-still*-Vereinbarungen oder *irrevocable commitments* vorsehen. Vor allem Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft unterliegen erheblichen Beschränkungen.

Zahlreiche aus dem angloamerikanischen bekannte **Abwehrmaßnahmen** scheitern im Regelfall an Spezifika des österreichischen Rechts. Sofern umsetzbar, unterliegen Maßnahmen der Übernahme-Prophylaxe nicht den spezifisch übernahmerechtlichen Zulässigkeitsstandards und werden nach allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Regeln beurteilt. In einer konkreten Übernahmesituation sind die Verwaltungsorgane durch das Verhinderungsverbot und das Objektivitätsgebot zumeist erheblichen Beschränkungen unterworfen, soweit nicht die Hauptversammlung im Einzelfall einer Maßnahme zustimmt oder bereits eine Verpflichtung der Gesellschaft besteht. Eine ausdrückliche Ausnahme besteht für die Suche nach konkurrierenden Bietern (*white knights*). Abwehrmaßnahmen können im Rahmen von Bedingungen und Rücktrittsvorbehalten bei der Gestaltung von Übernahmeangeboten berücksichtigt werden.

Die Verwaltungsorgane der Zielgesellschaft haben sich zum Übernahmeangebot begründet zu äußern. Fehlerhaftigkeit und Unvollständigkeit dieser **Äußerungen** können neben (verwaltungs-)strafrechtlichen Sanktionen auch eine **zivilrechtliche Haftung** auslösen. Ansprüche sind vor allem auf der Grundlage des Schutzgesetzcharakters kapitalmarktrechtlicher Informationsverpflichtungen zu begründen und richten sich im Regelfall gegen die Zielgesellschaft und nur im Falle der vorsätzlichen Verletzung von Strafnormen auch gegen Mitglieder von Verwaltungsorgane.

Literaturverzeichnis

Altendorfer/Kalss/Oppitz, Börserechtliche Publizität, in Aicher/Kalss/Oppitz, (Hrsg.), Grundfragen des neuen Börserechts (1998)

Assmann/Pötzsch/Schneider, Kommentar zum WpÜG (2005)

Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage (1999)

Brandl/Hohensinner, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der *Ad hoc*-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, ecolex 2002, 92

Brauer, Der Fall Mannesmann in der nächsten Runde, NZG 2005, 57

Brauer, Die aktienrechtliche Beurteilung von „appreciation awards" zu Gunsten des Vorstands, NZG 2004, 502

Bydlinski/Winner, Das neue Übernahmegesetz – Ein Überblick über die materiellrechtlichen Bestimmungen, ÖBA 1998, 913

Caspari, Die Problematik einer erheblichen Kursbeeinflussung einer publizitätspflichtigen Tatsache, in Baetge (Hrsg.), Insiderrecht und *Ad hoc*-Publizität (1995)

Diregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht, 2. Auflage (2006)

Diregger/Winner, Deutsches und österreichisches Übernahmerecht aus Anlegersicht, WM 2002, 1583

Doralt M., Management Buyout (2001)

Doralt/Nowotny/Kalss (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz (2003)

Drygala, Deal Protection in Verschmelzungs- und Unternehmenskaufverträgen – eine amerikanische Vertragsgestaltung auf dem Weg ins deutsche Recht, WM 2004, 1413

Eiselsberg/Haberer, Zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung im Spannungsverhältnis von Markt, Kodex und Gesetz, RWZ 2004, 65

Fleischer, Handbuch des Vorstandrechts (2006)

Fleischer, Konkurrenzangebote und Due Diligence, ZIP 2002, 651

Gadow/Heinichen, AktG Großkommentar, 4. Auflage (2006)

Gall/Winner, Der neue Vorschlag einer Übernahmerichtlinie – zu Mindestpreis, Break-through, Squeeze-Out und Sell-out, GeS aktuell 2003

Göschke, Drastische Verschärfung der Vorstandshaftung in Sicht, ecolex 2004, 617

Größ, Anlegerschutz im Übernahmerecht (2003)

Gruber, *Ad hoc* Publizität, ÖBA, 2003, 239

Gruber, Kapitalmarkinformationshaftung der Aktiengesellschaft und Kapitalerhaltungsgrundsatz, JBl 2007, 2 (Teil I), 90 (Teil II)

Gruber, Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen?, wbl 2006, 445

Hasenauer/Birkner, Verzicht auf Bedingungen im Übernahmerecht, ecolex 2005, 215

Hausmaninger/Kretschmer/Oppitz, Insiderrecht und Compliance (1995)

Herbst, Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte in Übernahmeangeboten, JBl 2003, 693

Hirte/Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG (2003)

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

Hopt, Verhaltenspfichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen – Zur aktien- und übernahmerechtlichen Rechtslage in Deutschland und Europa, FS Lutter (2000)

Horn, Verträge über internationale Unternehmenszusammenschlüsse, FS Lutter (2000)

Huber/Löber, Übernahmegesetz Kommentar (1999)

Jabornegg/Strasser, Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage (2006)

Kalss, Aktienoptionen, GesRZ – Sonderheft 2001, 2

Kalss, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2001)

Kalss, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, NZG 1999, 421

Kalss, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche, ÖBA 2000, 641

Kalss/Fleischer, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Einführende Gesamtdarstellung und Materialien (2002)

Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht Band I (2005)

Körner, Angemessenheit von Vorstandsbezügen, NJW 2004, 2697

Koziol/Bydlinski/Bollenberger, Kurzkommentar zum ABGB (2005)

Krause, Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, AG 2002, 133

Kropff/Semler (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 3, 2. Auflage (2004)

Kropff/Semler (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 9, 1. Halbband, 2. Auflage (2004)

Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auflage (1999)

Kümpel, Insiderrecht und *Ad hoc*--Publizität aus Bankensicht, WM 1996, 656

Loistl, Empirisch fundierte Messungen kursrelevanter Tatsachen, Die Bank 1995, 232

Meusburger/Winner, Beteiligungspublizität und übernahmerechtliche Offenlegungspflichten, in Brandl/Kalss/Lucius u.a., Handbuch Kapitalmarktrecht Band 3 (2006)

Schärf, Zur Stellung von Vorstand und Aufsichtsrat im Entwurf des Übernahmegesetzes, ecolex 1997, 770

Schima, Aktienoptionen, GesRZ – Sonderheft 2001, 61

Schimann, ABGB Praxiskommentar Band 6, 3. Auflage (2006)

Spatz, Pflichtangebot auch ohne Vorliegen eines der Kontrollerwerbstatbestände gemäß 1. ÜbV?, RdW 2002

Steinmeyer/Häger, Wertpapiererwerbs- und Übernahmesesetz, 2. Auflage (2007)

Stingl, Zur Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen im Aktien- und Übernahmerecht, GesRZ 1999, 113

Völkl, Überlegungen zum Entwurf eines § 82 a BörseG – „Haftung für unrichtige oder unterlassene Finanzinformation", RdW 2005, 71

Walter/Mayer, Verwaltungsverfahrensrecht, 8. Auflage (2003)

Wilhelm, Abrundung des Anlegerschutzes: § 82 a neu Börsegesetz, ecolex 2005, 265

Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme (2001)

Wollburg, Unternehmensinteresse bei Vergütungsentscheidungen, ZIP 2004, 646

http://de.wikipedia.org/wiki/Feindliche_%C3%9Cbernahme; abgerufen am 23. 5. 2007

http://www.finance-glossary.com/terms/hostile-takeover.htm?ginPtrCode=00000&id=698&PopupMode=; abgerufen am 23. 5. 2007