

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 64

Sicherung der Interessen der Zielgesellschaft mittels einer Investorenvereinbarung

Von

Tilman L. P. Steinert



Duncker & Humblot · Berlin

TILMAN L. P. STEINERT

Sicherung der Interessen der Zielgesellschaft
mittels einer Investorenvereinbarung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 64

Sicherung der Interessen der Zielgesellschaft mittels einer Investorenvereinbarung

Von

Tilman L. P. Steinert



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München
hat diese Arbeit im Jahre 2012 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2013 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-14086-2 (Print)

ISBN 978-3-428-54086-0 (E-Book)

ISBN 978-3-428-84086-1 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Treu und Glauben

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Jahr 2012 unter dem Titel „Sicherung der Interessen der Zielgesellschaft mittels einer Investorenvereinbarung“ beim Dekan der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München eingereicht. Tag der mündlichen Prüfung war der 17. Dezember 2012. Ausgewählte Literatur und Rechtsprechung konnten bis zum Dezember 2012 berücksichtigt werden.

Mein Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Lorenz Fastrich für die Betreuung dieser Arbeit.

Ebenso möchte ich Herrn Professor Dr. Lars Klöhn, LL.M., für die Erstellung des Zweitgutachtens danken.

Berlin, im Januar 2013

Tilman L. P. Steinert

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| A. Einführung | 17 |
| B. Möglichkeiten zur Abwehr einer feindlichen Übernahme | 21 |
| I. Verhinderungsverbot gemäß § 33 Absatz 1 Satz 1 WpÜG | 21 |
| II. Mögliche Abwehrmaßnahmen | 23 |
| 1. Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen | 24 |
| 2. Veräußerung wesentlicher Unternehmensteile | 25 |
| 3. Gegenangebot auf Aktien des Bieters | 26 |
| 4. Schaffung kartellrechtlicher Hindernisse | 26 |
| 5. Gewinnung eines befreundeten Investors | 27 |
| a) Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital unter Bezugsrechts- ausschluss | 29 |
| (1) Kapitalmarktrechtliche Hindernisse | 29 |
| (a) Begründung des Finanzausschusses als Argument für die Zulässigkeit | 31 |
| (b) Unzulässigkeit der Ausnutzung allgemeiner Ermächti- gungen | 31 |
| (c) Zwischenergebnis | 34 |
| (2) Aktienrechtliche Hindernisse | 35 |
| (a) Allgemeine Voraussetzungen | 36 |
| (b) Gesellschaftsinteresse | 38 |
| (aa) Grundsätzliche Problematik einer Anerkennung eines Gesellschaftsinteresses zur Übernahme- abwehr | 39 |
| (bb) Unzulässigkeit einer Ermächtigung des Vor- stands | 44 |
| (cc) Andere Bewertung aufgrund Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gemäß § 33 WpÜG? | 47 |
| (dd) Ermittlung am konkreten Einzelfall | 51 |
| (c) Geeignetheit, Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit | 53 |
| (d) Zwischenergebnis | 54 |
| (e) Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss | 54 |
| (3) Zwischenergebnis | 55 |
| b) Veräußerung eigener Aktien | 56 |
| c) Zwischenergebnis | 58 |
| 6. Suche nach einem konkurrierenden Angebot | 58 |
| III. Ergebnis | 59 |

| | |
|--|-----|
| C. Wandlung einer feindlichen in eine freundliche Übernahme mittels einer Investorenvereinbarung | 61 |
| I. Rechtliche Zulässigkeit und typische Regelungsgegenstände von Investorenvereinbarungen | 61 |
| II. Gründe für den Abschluss einer Investorenvereinbarung | 63 |
| III. Regelungen zur Sicherung der Interessen und Unabhängigkeit der Zielgesellschaft | 66 |
| 1. Stimmbindungsvereinbarungen | 67 |
| a) Unvereinbarkeit mit § 136 Absatz 2 AktG | 69 |
| (1) Meinungsstand | 70 |
| (2) Wortlaut des § 136 Absatz 2 AktG | 71 |
| (3) Abgrenzung offene und konkretisierte Stimmbindung | 72 |
| (4) Einflussnahme auch bei konkretisierter Stimmbindung möglich | 73 |
| (5) Schutz der aktienrechtlichen Kompetenzordnung durch § 136 Absatz 2 AktG | 76 |
| (a) Ausgestaltung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung | 77 |
| (b) Schutz der Autonomie der Hauptversammlung gegenüber der Verwaltung durch § 136 Absatz 2 AktG | 79 |
| (c) Kompetenzüberschneidungen kein Argument für Zulässigkeit konkretisierter Stimmbindungsvereinbarungen | 81 |
| b) Beispiele unzulässiger Stimmbindungen | 83 |
| (1) Stimmbindungen hinsichtlich Verwaltungskontrolle und -überwachung | 83 |
| (a) Beispiel 1 | 85 |
| (b) Beispiel 2 | 86 |
| (c) Beispiel 3 | 88 |
| (d) Keine Unwirksamkeit aufgrund bestehender Interessenskonflikte | 91 |
| (2) Stimmbindungen hinsichtlich Grundlagenentscheidungen .. | 92 |
| c) Erfassung von Stimmverzichten von § 136 Absatz 2 AktG | 93 |
| d) Korrektur aufgrund Verwaltungsvollmacht? | 97 |
| (1) Zulässigkeit einer Verwaltungsvollmacht | 97 |
| (2) Folgerungen für die Stimmbindung | 99 |
| e) Keine Rechtfertigung durch Unternehmensinteresse | 101 |
| f) Ergebnis | 103 |
| 2. Veräußerungsbeschränkungen und Vereinbarungen über die Beteiligungshöhe | 103 |
| a) Keine allgemeine Neutralitätspflicht hinsichtlich Aktionärskreis | 105 |
| b) Unzulässigkeit schuldrechtlicher Veräußerungsbeschränkungen .. | 107 |
| (1) Meinungsstand | 108 |

| | |
|--|-----|
| (2) Zielgerichtete Eingriffe in die Aktionärsstruktur nur bei Ermächtigungsgrundlage | 110 |
| (a) Unvereinbarkeit mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung | 113 |
| (b) Veräußerung von Aktien durch Aktionäre keine Maßnahme der Gesellschaft | 115 |
| (3) Keine Analogie zu § 136 Absatz 2 AktG | 117 |
| (4) Keine Zuständigkeit der Hauptversammlung hinsichtlich schuldrechtlicher Veräußerungsbeschränkungen | 119 |
| (5) Quasi-dingliche Wirkung durch Verweigerung der Eintragung ins Aktienregister? | 122 |
| (6) Keine Rechtfertigung durch Vorteile einer Veräußerungsbeschränkung | 123 |
| (7) Rechtsfolgen | 124 |
| (8) Zwischenergebnis | 126 |
| c) Vorschlagsrecht zugunsten der Zielgesellschaft | 127 |
| (1) Rechtsverbindliches Benennungsrecht der Zielgesellschaft | 127 |
| (2) Unverbindliches Vorschlagsrecht der Zielgesellschaft | 128 |
| (a) Unverbindliches Vorschlagsrecht | 128 |
| (b) Informationspflicht | 129 |
| (3) Vorkaufsrecht zugunsten der Zielgesellschaft | 130 |
| (4) Zwischenergebnis | 131 |
| d) Vereinbarung über eine Höchstbeteiligungsquote | 131 |
| (1) Aktienrechtliche Hindernisse | 133 |
| (2) Übernahmerechtliche Hindernisse | 136 |
| (3) Zwischenergebnis | 137 |
| e) Vereinbarung über eine Mindestbeteiligungsquote | 138 |
| f) Ergebnis | 138 |
| 3. Vereinbarungen über die Besetzung des Aufsichtsrats | 139 |
| a) Benennungsrechte zugunsten des Bieters | 141 |
| (1) Wahlzusage zugunsten des Bieters | 141 |
| (2) Benennungsrechte des Bieters gegenüber der Gesellschaft | 142 |
| (3) Benennungsrechte des Bieters gegenüber dem Aufsichtsrat | 143 |
| (4) Vereinbarung von Bemühensklauseln ohne Erfüllungsanspruch | 146 |
| (a) Rechtliche Schranken von Bemühensklauseln | 147 |
| (b) Ausgestaltung von Bemühensklauseln | 149 |
| (5) Zwischenergebnis | 150 |
| b) Gerichtliche Bestellung gemäß § 104 AktG | 151 |
| (1) Schaffung einer Vakanz im Aufsichtsrat | 151 |
| (2) Rechtliche Zulässigkeit | 152 |
| (3) Ausgestaltung einer Vereinbarung über die gerichtliche Bestellung | 154 |
| (4) Zwischenergebnis | 154 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| c) | Absprachen hinsichtlich besonderer Funktionen | 155 |
| d) | Ergebnis | 156 |
| 4. | Unterstützung des Geschäftsmodells der Zielgesellschaft und Vertrauen in bestehendes Management | 157 |
| a) | Zusagen hinsichtlich Geschäftsmodell und Geschäftsstrategie .. | 158 |
| b) | Zusagen hinsichtlich bestehenden Managements | 159 |
| c) | Bindungswirkung der Investorenvereinbarung | 161 |
| (1) | Grundsätzliche Problematik | 161 |
| (2) | Unmittelbare Bindung der Aufsichtsratsmitglieder | 163 |
| (3) | Mittelbare Bindung der Aufsichtsratsmitglieder | 166 |
| (a) | Rechtsverbindliche Einflussnahme | 166 |
| (b) | Faktische Einflussnahme | 169 |
| (4) | Zwischenergebnis | 171 |
| d) | Ergebnis | 172 |
| 5. | Zusicherungen des Bieters hinsichtlich Arbeitnehmern und Betriebsstandorten | 173 |
| 6. | Ergebnis | 174 |
| IV. | Weitere Regelungsgegenstände einer Investorenvereinbarung | 175 |
| 1. | Deal-Protection Vereinbarungen | 175 |
| a) | Empfehlung des Übernahmeangebots durch die Verwaltung der Zielgesellschaft | 175 |
| b) | Break-Up-Fee | 177 |
| c) | Exklusivvereinbarungen | 178 |
| (1) | No-Shop Vereinbarungen | 178 |
| (2) | No-Talk Vereinbarungen | 179 |
| d) | Ergebnis | 180 |
| 2. | Angebotspreis | 181 |
| 3. | Laufzeit | 181 |
| V. | Abschlusszuständigkeit | 182 |
| VI. | Besonderheiten in einer Übernahmesituation | 183 |
| VII. | Durchsetzbarkeit | 186 |
| VIII. | Ergebnis | 186 |
| D. | Garant zur Sicherung der Interessen der Zielgesellschaft | 188 |
| I. | Allgemein zur Person des Garanten | 191 |
| 1. | Rechtsstellung des Garanten | 192 |
| a) | Treuhänder zugunsten der Zielgesellschaft | 192 |
| b) | Gesellschaft bürgerlichen Rechts | 193 |
| c) | Geschäftsbesorgungsvertrag | 195 |
| 2. | Anforderungen an die Person des Garanten | 197 |
| II. | Rechte des Garanten | 198 |
| 1. | Informationsrechte | 198 |
| a) | Informationsansprüche aus eigenem Recht | 199 |

| | | |
|-----|--|-----|
| b) | Informationsansprüche gegenüber der Zielgesellschaft | 199 |
| (1) | Ausgestaltung der Informationsrechte | 200 |
| (2) | Unternehmensinteresse als Schranke des Informationsrechts | 201 |
| (a) | Verschwiegenheitspflicht des Vorstands gemäß § 93 Absatz 1 Satz 3 AktG. | 201 |
| (b) | Erfordernis einer Vertraulichkeitsvereinbarung. | 203 |
| (c) | Begrenzung der Informationsweitergabe durch Aufgabenbereich des Garanten. | 204 |
| (d) | Rechtsfolgen ohne Abwägung im Einzelfall. | 205 |
| (3) | Zwischenergebnis | 205 |
| c) | Informationsansprüche gegenüber dem Bieter | 206 |
| (1) | Keine umfassenden Informationsrechte | 207 |
| (a) | Garant auch zur Sicherung der Interessen des Bieters | 207 |
| (b) | Entgegenstehendes Unternehmensinteresse im Einzelfall. | 209 |
| (2) | Zwischenergebnis | 211 |
| d) | Ergebnis. | 211 |
| 2. | Recht zur Teilnahme an Aufsichtsratssitzungen. | 212 |
| 3. | Stimmbindungen zugunsten des Garanten | 213 |
| a) | Allgemeine Zulässigkeit von Stimmbindungen | 214 |
| b) | Verstoß gegen das Verbot von Stimmbindungen zwischen Gesellschaft und Aktionär? | 216 |
| (1) | Erforderlichkeit des Ausschlusses des Weisungsrechts gegenüber dem Garanten. | 217 |
| (2) | Erfassung von § 136 Absatz 2 Satz 1 Fall 3 AktG. | 218 |
| (3) | Erfassung von § 136 Absatz 2 Satz 1 Fall 1 AktG. | 220 |
| (a) | Bestimmung des Inhalts der Stimmbindung durch die Zielgesellschaft. | 220 |
| (b) | Bestimmung des Inhalts der Stimmbindung durch den Garanten. | 221 |
| c) | Ergebnis. | 223 |
| 4. | Weitere Vereinbarungen unmittelbar gegenüber dem Garanten | 224 |
| 5. | Ermächtigung zur Durchsetzung der Verpflichtungen aus der Investorenvereinbarung. | 227 |
| a) | Durchsetzung von gegenüber der Zielgesellschaft bestehenden Verpflichtungen | 228 |
| (1) | Unübertragbarkeit der Leitungsmacht. | 228 |
| (2) | Übertragung nur von vorbereitenden und ausführenden Maßnahmen. | 229 |
| (3) | Keine Rechtfertigung durch besondere Aufgabe des Garanten. | 232 |
| (4) | Zwischenergebnis | 232 |

| | |
|---|------------|
| b) Durchsetzung von unmittelbar gegenüber dem Garanten bestehenden Verpflichtungen..... | 233 |
| 6. Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Garanten | 234 |
| III. Pflichten und Verantwortlichkeit des Garanten | 235 |
| 1. Pflicht zum Tätigwerden..... | 235 |
| 2. Verantwortlichkeit..... | 236 |
| IV. Ausscheiden des Garanten | 237 |
| 1. Beendigung der Tätigkeit des Garanten | 237 |
| 2. Folgen eines Ausscheidens des Garanten | 237 |
| V. Abschließende Bewertung des Einsetzens eines Garanten | 239 |
| E. Resümee in Thesen | 241 |
| Literaturverzeichnis | 251 |
| Stichwortverzeichnis | 259 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|------------|---|
| §/§§ | Paragraf/Paragrafen |
| a. A. | andere Auffassung |
| Abs. | Absatz |
| a. D. | außer Dienst |
| a. F. | alte Fassung |
| AktG | Aktiengesetz (Rechtsform und Zeitschrift) |
| Alt. | Alternative |
| Anm. | Anmerkung |
| arg. | Argumentum |
| Az. | Aktenzeichen |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BB | Betriebs-Berater |
| Begr. | Begründer |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI. | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| BT-Drucks. | Drucksache des Deutschen Bundestages |
| bzw. | beziehungsweise |
| CFL | Corporate Finance Law |
| DB | Der Betrieb |
| DCGK | Deutscher Corporate Governance Kodex |
| ders. | derselbe |
| d. h. | das heißt |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| e. A. | eine Ansicht |
| Einf | Einführung |
| Einl | Einleitung |
| f. | folgend |
| ff. | fortfolgend |
| Fn. | Fußnote |
| FS | Festschrift |
| GbR | Gesellschaft bürgerlichen Rechts |
| ggf. | gegebenenfalls |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GmbHG | Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung |

| | |
|----------------|--|
| GroßKomm | Großkommentar |
| h. M. | herrschende Meinung |
| Hrsg. | Herausgeber |
| Hs. | Halbsatz |
| JuS | Juristische Schulung |
| JZ | Juristenzeitung |
| KölnKomm | Kölner Kommentar |
| KStG | Körperschaftsteuergesetz |
| LG | Landgericht |
| M&A | Mergers and Acquisitions |
| MontanMitbestG | Montan-Mitbestimmungsgesetz |
| MünchKomm | Münchener Kommentar |
| m. w. N. | mit weiteren Nachweisen |
| NaStraG | Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung |
| n. F. | neue Fassung |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| Nr. | Nummer |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| Rn. | Randnummer |
| S. | Seite |
| str. | streitig |
| Var. | Variante |
| vgl. | vergleiche |
| Vorb. | Vorbemerkung |
| WM | Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WpHG | Gesetz für Wertpapierhandel |
| WpÜG | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz |
| z. B. | zum Beispiel |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |

A. Einführung

Rechtsfragen im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen waren schon Gegenstand einer Vielzahl wissenschaftlicher Beiträge und Arbeiten.¹ Öffentliche Übernahmen werfen aber immer wieder neue Rechtsfragen auf. So auch die der Arbeit zugrunde liegende Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler KG im Jahr 2008, welche Anstoß zum Verfassen der vorliegenden Untersuchung gab.² Stark verkürzt und vereinfacht spielte sich die Übernahme wie folgt ab³: In einem Gespräch unter Führungskräften der beiden Gesellschaften am 11.07.2008 eröffnete Schaeffler Continental, Zugriff auf 36% der Aktien der Continental zu haben und erklärte in einem weiteren Gespräch am 14.07.2011, den Zugriff voll ausüben und ein öffentliches Übernahmeangebot auf die Aktien der Continental abgeben zu wollen. Neben Aktien und auf Grundlage von Finanzinstrumenten in Höhe von zusammen 7,92% der Aktien der Continental, hat Schaeffler in Geld auszugleichende *Swap* Geschäfte abgeschlossen, durch welche ihr weitere 28% der Aktien angedient werden konnten.⁴ Aufgrund der *Swap* Geschäfte war es Schaeffler möglich, den Zugriff auf die 28% der Aktien im Verborgenen zu erlangen, ohne dass hierdurch Mitteilungspflichten ausgelöst wurden.⁵ Somit überraschte diese Information Continental. Continental formierte daraufhin ein Abwehrteam, welches sich insbesondere darauf konzentrierte, zum einen einen befreundeten Investor zu finden und zum anderen die *Swap* Geschäfte Schaefflers auszuhebeln. Am 15.07.2008 veröffentlichte Schaeffler sodann die Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots auf die Aktien der Continental. In seiner Stellungnahme vom 16.07.2008

¹ Vgl. nur zu den Handlungen des Vorstands der Zielgesellschaft gemäß § 33 WpÜG Nachweise bei *Hirte*, in: KölnKomm, WpÜG, § 33.

² Von der genauen Firmierung von Gesellschaften wird im Laufe der Arbeit abgesehen.

³ Eine anschauliche Darstellung des Sachverhalts bietet der Bericht der FTD-online „Der Conti-Deal“, Teil 1–4, abrufbar unter www.ftd.de.

⁴ Bei den *Swap* Geschäften handelte es sich um sogenannte *cash settled total return equity swaps*; vgl. zur rechtlichen Bewertung *Cascante/Topf*, AG 2009, 53, 60 ff.; *Krause*, AG 2011, 469 ff.; *Schiessl*, Der Konzern 2009, 291 ff.

⁵ *Cash settled total return equity swap* Geschäfte lösten nach umstrittener Auffassung bislang die Mitteilungspflichten nach § 25 WpHG nicht aus, da diese kein Recht, sondern allein die Möglichkeit zum Erwerb von Aktien begründen. Durch die Einführung des § 25a WpHG werden reine Erwerbsmöglichkeiten aber nunmehr den Mitteilungspflichten unterworfen, siehe hierzu unten unter B.II.5.

lehnte der Vorstand der Continental das Übernahmeangebot mit deutlichen Worten ab.⁶ Eine weitere Ablehnung erfolgte durch die gemeinsame Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der Continental vom 13.08.2008.⁷ Im Hintergrund versuchte Continental die Übernahme abzuwehren, zugleich aber auch eine Einigung mit Schaeffler zu erreichen. Bei dem Versuch der Übernahmeabwehr scheiterte Continental sowohl damit, einen Investor zu finden, der bereit wäre, ein Gegenangebot auf die Aktien der Continental abzugeben oder zumindest eine Beteiligung an der Continental einzugehen, welche das Übernahmeangebot für Schaeffler uninteressant machen würde, als auch damit, die Ausübung der umstrittenen *Swap* Geschäfte durch die BaFin untersagen zu lassen.⁸ Die Angebotsunterlage von Schaeffler an die Aktionäre der Continental wurde am 30.07.2008 veröffentlicht. Nachdem Continental feststellen musste, sich nicht wirksam gegen den Übernahmeversuch wehren zu können, versuchte Continental in Verhandlungen mit Schaeffler, letzteren möglichst weitgehende Zugeständnisse zur Sicherung der Interessen Continentals abzusprechen. So verhandelten Continental und Schaeffler eine Investorenvereinbarung aus, durch welche die Auseinandersetzungen zwischen den Parteien beigelegt werden sollten. Der Abschluss der Investorenvereinbarung erfolgte am 21.08.2008.⁹ Darin verpflichtete sich Schaeffler unter anderem, den Angebotspreis für das Übernahmeangebot zu erhöhen und machte weitreichende Zusagen zur Sicherung der Interessen der Continental. Ferner wurde als Garant Herr Bundeskanzler a.D. Dr. Gerhard Schröder gewonnen. Der Garant ist nach der Investorenvereinbarung insbesondere mit der Aufgabe betraut, die Interessen der Continental, ihrer Aktionäre, Arbeitnehmer und sonstigen *Stakeholder* aus der Investorenvereinbarung gegenüber Schaeffler jederzeit gerichtlich und außergerichtlich geltend zu machen. Continental verpflichtete sich in der Investorenvereinbarung im Gegenzug, keine Maßnahmen vorzunehmen, durch welche der Erfolg der Übernahme gefährdet werden könnte.¹⁰ Etwaige weitere Verpflichtungen seitens Continentals wurden nicht veröffentlicht. In der Folge erhöhte Schaeffler entsprechend der Investorenvereinbarung den Angebotspreis. Das Übernahmeangebot wurde von

⁶ Vgl. Investor News Continental vom 16.07.2008, abrufbar unter www.conti-online.com.

⁷ Abrufbar unter www.conti-online.com.

⁸ Zur Darlegung der Rechtswidrigkeit des Vorgehens Schaefflers mittels der *Swap* Geschäfte wurden unter anderem *Prof. Dr. Mathias Habersack* und *Prof. Dr. Christoph Seibt* beauftragt, vgl. Investor News Continental vom 30.07.2008, abrufbar unter www.conti-online.com.

⁹ Vgl. Ad-hoc Mitteilung Continental vom 21.08.2008, abrufbar unter www.conti-online.com.

¹⁰ Vgl. Wertpapierprospekt der Continental vom 11.01.2010, S. 184 f., abrufbar unter www.conti-online.com.

der großen Mehrheit der Aktionäre angenommen. Aufgrund der Investorenvereinbarung ist Schaeffler allerdings für einen Zeitraum von vier Jahren verpflichtet, ihre Beteiligung an der Continental auf 49,99% der Stimmrechte zu begrenzen, so dass sich Schaeffler anschließend von einem entsprechenden Anteil der Aktien trennte. Das Übernahmeverfahren wurde Anfang 2009 abgeschlossen.¹¹

Der Übernahmekampf zwischen Continental und Schaeffler zeigt exemplarisch auf, dass sich die Zielgesellschaft häufig nicht wirksam gegen einen feindlichen Übernahmeversuch verteidigen kann. Andererseits wird deutlich, dass die Durchführung einer bis zum Ende nicht von der Verwaltung der Zielgesellschaft unterstützten Übernahme ebensowenig im Interesse des Bieters liegen kann. In diesem Fall bietet sich der Abschluss einer Investorenvereinbarung an, in welcher die Parteien ihre Interessen so aushandeln, dass die Übernahme letztendlich doch einvernehmlich erfolgt. Bislang einmalig in der Übernahmepaxis ist die Einschaltung eines Garanten zur Sicherung der Interessen der Zielgesellschaft. An diesen drei Komplexen orientiert sich auch der Aufbau der vorliegenden Untersuchung.

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung sind Investorenvereinbarungen im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen. Als Investorenvereinbarung wird eine rechtsverbindliche Vereinbarung zwischen der Zielgesellschaft und einem Investor anlässlich eines Beteiligungserwerbs bezeichnet.¹² Dabei liegt der Schwerpunkt der Arbeit auf der Frage, ob und inwieweit die Zielgesellschaft ihre Interessen und Unabhängigkeit gegenüber dem Bieter mittels einer Investorenvereinbarung wirksam sichern kann.

In einem ersten Schritt werden die wichtigsten Möglichkeiten zur Abwehr eines feindlichen Übernahmeversuchs dargestellt, wobei sich herausstellen wird, dass einer wirkungsvollen Übernahmeabwehr enge Grenzen gezogen sind.¹³ Im zweiten Schritt widmet sich die Arbeit sodann der Frage, ob und inwieweit die Zielgesellschaft ihre Interessen und Unabhängigkeit gegenüber dem Bieter mittels einer Investorenvereinbarung sichern kann.¹⁴ Die Zulässigkeit einer Investorenvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen hat bislang nur vereinzelt Beachtung in Rechtsprechung und Literatur gefunden.¹⁵ Dies gibt Anlass, sich mit der Zulässigkeit und möglichen Regelungsgehalten einer Investorenvereinbarung näher auseinander-

¹¹ Vgl. nur *manager magazin* online vom 08.01.2009 „Schaeffler bei Conti am Ziel“, abrufbar unter www.managermagazin.de.

¹² *Kiem*, AG 2009, 301; *Reichert/Ott*, FS Goette, 2011, 397 f.; *Seibt/Wunsch*, Der Konzern 2009, 195, 196; siehe hierzu unten unter C.I.

¹³ Siehe hierzu sogleich unter B.

¹⁴ Siehe hierzu unten unter C.