

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 76

Der Einsatz von Finanzinstrumenten zur Abwehr feindlicher Übernahmen

Von

Jochen Buckel



Duncker & Humblot · Berlin

JOCHEN BUCKEL

Der Einsatz von Finanzinstrumenten zur Abwehr
feindlicher Übernahmen

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 76

Der Einsatz von Finanzinstrumenten zur Abwehr feindlicher Übernahmen

Von

Jochen Buckel



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2013 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
© 2014 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Konrad Tritsch GmbH, Ochsenfurt
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-14268-2 (Print)
ISBN 978-3-428-54268-0 (E-Book)
ISBN 978-3-428-84268-1 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

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

Für Melanie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2013 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur sind bis Dezember 2012 eingearbeitet.

Ich danke meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., für die hervorragende Betreuung und Förderung der Arbeit. Ferner danke ich Herrn Professor Dr. Marc-Philippe Weller für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Mitherausgebern dieser Schriftenreihe danke ich für die Aufnahme der Arbeit.

Besonderer Dank gilt meiner langjährigen Mentorin Frau Rechtsanwältin Daniela Weber-Rey, LL.M., die mir die Freude am praxisorientierten wissenschaftlichen Arbeiten vermittelt und mich seit dem Studium in sämtlichen Ausbildungs- und Berufsfragen großartig beraten und unterstützt hat.

Zudem möchte ich Herrn Rechtsanwalt Dr. Christoph Bausewein für die Durchsicht des Manuskripts trotz erheblicher zeitlicher Belastungen danken.

Schließlich danke ich meinen Eltern Maria und Hans-Georg Buckel und meiner Schwester Iris Buckel für ihre fortdauernde und uneingeschränkte Unterstützung auf meinem bisherigen Lebensweg.

Düsseldorf, im November 2013

Jochen Buckel

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	23
I. Einführung	23
II. Gang der Untersuchung	24
B. Ökonomische Analyse von Abwehrmaßnahmen	26
I. Wertsteigerung durch Abwehrmaßnahmen	26
1. Theoretische Grundlagen	26
2. Empirische Untersuchungen	28
a) Event Studies	28
b) Premium Studies	29
3. Verhandlungstheoretische Untersuchung	31
4. Modelltheoretische Untersuchung	34
5. Zwischenergebnis	36
II. Internationaler Vergleich von Übernahmeprämien	36
1. Empirische Untersuchungen	37
2. Folgerungen für die weitere Untersuchung	38
C. Bereits praktizierte verwandte Abwehrmaßnahmen	40
I. Der Rüberwerb eigener Aktien	40
1. Verfolgte Ziele und Wirkungsweise in der Abwehrsituation	40
2. Aktienrechtliche Vorgaben und Grenzen	41
a) Erwerbsverbot	41
b) Erwerbsermächtigungsbeschluss ohne Zweckvorgabe	42
aa) Erwerbsgrenze	43
bb) Kein Handel in eigenen Aktien	43
cc) Gleichbehandlungsgebot	45
c) Bestandsgrenze	47

d) Kapitalgrenze	47
e) Keine Rechte aus eigenen Aktien	47
3. Kapitalmarktrechtliche Vorgaben und Grenzen	48
a) Ad-hoc-Publizität	48
b) Insiderrecht	50
c) Marktmanipulation	51
aa) Rückerwerb über die Börse	52
bb) �ffentliche R�ckkaufangebote	54
d) Melde- und Veröffentlichungspflichten	54
4. Übernahmerechtliche Vorgaben und Grenzen	55
5. Effektivität des Rückerwerbs eigener Aktien als Abwehrmaßnahme	58
II. Die <i>white-squire</i> -Verteidigung	62
1. Verfolgte Ziele und Wirkungsweise in der Abwehrsituation	62
2. Aktienrechtliche Vorgaben und Grenzen	63
a) Wirksamer Rückerwerb nach § 71 Abs. 1 AktG	63
b) Bezugsrechtsausschluss	63
c) Stillhaltevereinbarung	65
3. Kapitalmarktrechtliche Vorgaben und Grenzen	66
a) Ad-hoc-Publizität	66
b) Melde- und Veröffentlichungspflichten	67
4. Übernahmerechtliche Vorgaben und Grenzen	67
5. Effektivität der <i>white-squire</i> -Verteidigung als Abwehrmaßnahme	68
D. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen der relevanten Finanzinstrumente .	71
I. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen derivativer Finanzinstrumente	71
1. Aktienoptionen	72
a) Struktur und Vertragsgestaltung	72
b) Rechtliche Einordnung	72
c) Wirtschaftliche Grundlagen	74
2. Aktienswaps	75
a) Struktur und Vertragsgestaltung	75
b) Rechtliche Einordnung	77

c) Wirtschaftliche Grundlagen	78
II. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen von Wertpapierdarlehen	79
1. Struktur und Vertragsgestaltung	79
2. Rechtliche Einordnung	80
3. Wirtschaftliche Grundlagen	81
E. Der Einsatz von Finanzinstrumenten in der Angriffssituation	82
I. Der Einsatz von Aktienderivaten	82
1. Praxisbeispiele	82
2. Struktur	84
3. Strategische Ziele	86
a) Verdeckter Beteiligungsaufbau	86
b) Finanzierung	88
II. Der Einsatz von Wertpapierdarlehen	89
1. Praxisbeispiele	89
2. Struktur	90
3. Strategische Ziele	91
a) Verdeckter Beteiligungsaufbau	91
b) Eigentümerstellung	92
c) Stimmrechtsausübung	93
d) Kursrisiko	93
e) Finanzierung	94
F. Der Einsatz von Finanzinstrumenten in der Abwehrsituation	95
I. Praxisbeispiel	95
II. Grundstruktur	99
1. Aktienderivate	99
2. Wertpapierdarlehen	101
III. Strategische Ziele	102
1. Steigerung des Börsenkurses	102
a) Veränderung von Angebot und Nachfrage	103

b) Positive Signalwirkung	104
2. Beteiligungsstruktur	106
3. Stimmrechtsausübung	107
4. Finanzierung	108
5. „Beteiligungsaufbau“	108
G. Rechtliche Vorgaben und Grenzen des Einsatzes von Aktienderivaten bei der Abwehr feindlicher Übernahmen	110
I. Europarechtliche Vorgaben	110
1. Clearingpflicht	110
2. Meldepflicht	111
3. Risikominderungstechniken	112
4. Pflichten für die Zielgesellschaft	112
II. Aktienrechtliche Vorgaben und Grenzen	113
1. Erwerbsverbot	113
a) Aktienderivate mit physischer Lieferung	113
aa) Anwendung des Erwerbsverbots	113
(1) Kaufoption	113
(2) Verkaufsoption	114
(3) Aktienswap	115
bb) Erwerbsvoraussetzungen	116
(1) Volumengrenzen	116
(2) Gleichbehandlungsgebot	117
b) Aktienderivate mit Barausgleich	122
aa) Kaufoption	122
bb) Verkaufsoption	122
(1) Meinungsstand	123
(2) Stellungnahme	124
cc) Aktienswap	129
2. Zwischenergebnis	131
3. Finanzierungsverbot	131
a) Finanzierungsgeschäft	131
aa) Negatives Kursrisiko	133
(1) Meinungsstand	133

(2) Stellungnahme	133
bb) Optionsprämie/Swap-Gebühr	134
b) Funktionszusammenhang	135
4. Zwischenergebnis	138
5. Mittelbare Stellvertretung	138
a) Meinungsstand	138
b) Erwerb „für Rechnung“	139
aa) Kapitalschutz	139
bb) Einflussmöglichkeit	140
cc) Stellungnahme	142
c) Anwendung auf die eingesetzten Aktienderivate	145
6. Gleichbehandlungsgebot	146
a) Sachlicher Anwendungsbereich	147
aa) Negatives Kursrisiko	147
bb) Optionsprämie/Swap-Gebühr	148
b) Persönlicher Anwendungsbereich	148
c) Zulässigkeit der Ungleichbehandlung	150
7. Verbotene Einlagenrückgewähr	151
a) Sachlicher Anwendungsbereich	151
aa) Negatives Kursrisiko	151
bb) Optionsprämie/Swap-Gebühr	153
b) Persönlicher Anwendungsbereich	153
8. Leitungskompetenz	153
a) Beteiligungsstruktur	154
b) Übernahmeabwehr	155
9. Sorgfaltspflichten	158
a) Vorstand	159
aa) Unternehmerische Entscheidung	160
(1) Legalitätspflicht	160
(2) Prognosecharakter	163
bb) Handeln zum Wohl der Gesellschaft	163
cc) Angemessene Informationsgrundlage	167

dd) Keine sachfremden Interessen	169
b) Aufsichtsrat	170
III. Kapitalmarktrechtliche Vorgaben und Grenzen	171
1. Ad-hoc-Publizität	171
2. Insiderrecht	173
3. Marktmanipulation	177
a) Signalwirkung	177
b) Erwerb der Aktien durch den Dritten	178
4. Melde- und Veröffentlichungspflichten	179
a) Halten von Finanzinstrumenten mit „Recht“ zum Erwerb	179
b) Erwerb von Aktien „für Rechnung“	179
aa) Maßstab von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG	180
bb) Maßstab von §§ 71a Abs. 2, 71d AktG	181
cc) Stellungnahme	182
c) Halten von Finanzinstrumenten mit „Ermöglichung“ des Erwerbs	184
5. Mitteilungs- und Prüfpflichten bei OTC-Derivaten	186
IV. Übernahmerechtliche Vorgaben und Grenzen	186
1. Vorstand	186
a) Unternehmerische Entscheidung	187
aa) Legalitätspflicht	187
bb) Prognosecharakter	187
b) Handeln zum Wohl der Gesellschaft	188
c) Angemessene Informationsgrundlage	190
d) Keine sachfremden Interessen	192
2. Aufsichtsrat	196
H. Rechtliche Vorgaben und Grenzen des Einsatzes von Wertpapierdarlehen bei der Abwehr feindlicher Übernahmen	198
I. Aktienrechtliche Vorgaben und Grenzen	198
1. Einfacher Einsatz	198
a) Verbot des Erwerbs eigener Aktien	198
b) Finanzierungsverbot	199

c) Mittelbare Stellvertretung	199
aa) Reines Wertpapierdarlehen	200
bb) Wertpapierdarlehen mit Stillhaltevereinbarung	201
d) Gleichbehandlungsgebot	202
e) Verbotene Einlagenrückgewähr	203
f) Bezugsrechtsausschluss	204
g) Rückübertragung	204
aa) Einfache Rückübertragung	205
bb) Rückübertragung zur Weiterveräußerung	207
h) Stimmrechtsausübung	208
i) Verbot des Stimmenkaufs	211
j) Leitungskompetenz	212
k) Sorgfaltspflichten	212
2. Erweiterter Einsatz	213
a) Grenzen des Rückerwerbs	213
aa) Revolvierende Ermächtigungen	214
bb) Parallele Ermächtigungen	214
cc) Erweiterte Ermächtigungen	219
dd) Mehrfache Ausnutzung der Ermächtigung	220
b) Grenzen erleichterter Bezugsrechtsausschluss	221
aa) Revolvierende Ermächtigungen	221
bb) Parallele Ermächtigungen	222
c) Grenzen Bezugsrechtsausschluss	223
aa) Gesellschaftsinteresse	224
bb) Eignung und Erforderlichkeit	224
cc) Verhältnismäßigkeit	225
(1) Kapitalverwässerung	225
(2) Wertverwässerung	226
(3) Beteiligungsstruktur	226
II. Kapitalmarktrechtliche Vorgaben und Grenzen	227
1. Ad-hoc-Publizität	227

2. Melde- und Veröffentlichungspflichten	228
a) Darlehensweise Veräußerung eigener Aktien	228
b) Rückübertragungsanspruch	229
III. Übernahmerechtliche Vorgaben und Grenzen	230
I. Effektivität des Einsatzes von Finanzinstrumenten als Abwehrmaßnahme	231
I. Steigerung des Börsenkurses	231
II. Beteiligungsstruktur	233
III. Stimmrechtsausübung	234
J. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	237
Literaturverzeichnis	247
Sachverzeichnis	290

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) oder Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Allg.A.	allgemeine Ansicht
Am. U. L. Rev.	American University Law Review (Zeitschrift)
Anh.	Anhang
AnsFuG	Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz)
ARUG	Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie
a.s.	Akciová Společnost
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BC	Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
Begr.	Begründung
BFA	Bankenfachausschuss
BFH	Bundesfinanzhof
BGH	Bundesgerichtshof
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz)
BJR	Business Judgement Rule
BKartA	Bundeskartellamt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. Law.	The Business Lawyer (Zeitschrift)
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CEPS	Centre for European Policy Studies
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFB	Corporate Finance biz (Zeitschrift)
CFL	Corporate Finance law (Zeitschrift)
CMLJ	Capital Markets Law Journal (Zeitschrift)

Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review (Zeitschrift)
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review (Zeitschrift)
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review (Zeitschrift)
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DAV	Deutscher Anwaltsverein
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law (Zeitschrift)
DepotG	Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz)
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DSiZ	Deutsche Steuer-Zeitung
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DZWiR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EBA	European Banking Authority
EBOR	European Business Organization Law Review (Zeitschrift)
ECFR	European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECMI	European Capital Markets Institute
EFMJ	European Financial Management Journal (Zeitschrift)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister; auch European Market Infrastructure Regulation
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
EUCGF	European Corporate Governance Forum
EU-Kommission	Europäische Kommission oder Kommission der Europäischen Gemeinschaften
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
FB	Der Finanz-Betrieb (Zeitschrift)
ff.	folgende
FN-IDW	IDW Fachnachrichten (Zeitschrift)
FRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz)
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
gem.	gemäß
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal (Zeitschrift)
Geo. L. Rev.	Georgetown Law Review (Zeitschrift)
GG	Grundgesetz
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)

Harv. L. Rev.	Harvard Law Review (Zeitschrift)
Harv. Negot. L. Rev.	Harvard Negotiation Law Review (Zeitschrift)
HLS Forum	Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation
Hrsg.	Herausgeber
HUF	Ungarische Forint
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IDW RS	IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung
IDW S	IDW Standards
Int. Rev. of Law and Economics	International Review of Law and Economics (Zeitschrift)
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
IStR	Internationales Steuerrecht (Zeitschrift)
i. V. m.	in Verbindung mit
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance (Zeitschrift)
JEP	Journal of Economic Perspectives (Zeitschrift)
jew.	jeweils
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics (Zeitschrift)
JPE	Journal of Political Economy (Zeitschrift)
JZ	JuristenZeitung
Kapitaländerungs-Richtlinie	Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals
KapRL	Zweite Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (Kapitalrichtlinie)
KG	Kommanditgesellschaft
KgaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz)
LA	Liber Amoricum
LfSt Bayern	Bayerisches Landesamt für Steuern
LG	Landgericht
Losebl.	Loseblattsammlung
MaKonV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung)
Marktmissbrauchsrichtlinie	Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)

MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente – Finanzmarktrichtlinie)
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
n.F.	neue Fassung
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenzeitschrift
Nr.	Nummer
N.V.	Naamloze Vennootschap
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OTC	over-the-counter
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Plc.	public limited company
RegE	Regierungsentwurf
REIT	Real Estate Investment Trust
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S.A.	Société Anonyme
S.A.O.C.	Société Anonyme Omanaise Close
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review (Zeitschrift)
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review (Zeitschrift)
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
Stanford J. L., Bus. & Fin	Stanford Journal of Law, Business & Finance (Zeitschrift)
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review (Zeitschrift)
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
StuW	Steuer und Wirtschaft (Zeitschrift)
Tex. L. Rev.	Texas Law Review (Zeitschrift)
u. a.	und andere
Übernehmerrichtlinie	Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerrichtlinie)
U. C. Davis L. Rev.	UC Davis Law Review (Zeitschrift)
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review (Zeitschrift)
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review (Zeitschrift)
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review (Zeitschrift)
UmwG	Umwandlungsgesetz
unstr.	unstreitig
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review (Zeitschrift)
UStRg 2008	Unternehmensteuerreformgesetz 2008
Var.	Variante

Verordnung (EG) Nr. 2273/2003	Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift)
WpAIV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WP-Hdb.	WP Handbuch
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung)
WuB	Kommentierende Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb (Zeitschrift)
Yale L. J.	Yale Law Journal (Zeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Zrt.	Zártkörűi működő részvénytársaság

A. Einleitung

I. Einführung

Die vorliegende Arbeit ist inspiriert durch die Studien von Henry T. C. Hu und Bernard Black, die mit ihrer Aufsatzreihe¹ zum strategischen Einsatz von Finanzinstrumenten eine umfangreiche Debatte zu den Phänomenen *empty voting* und *hidden ownership* angestoßen haben. Insbesondere aufgrund der hohen praktischen Relevanz, haben diese Themen eine breite Aufmerksamkeit in der wissenschaftlichen und der rechtspolitischen Debatte erlangt.² Beinahe unbemerkt haben Hu/Black in ihren späteren Aufsätzen ein weiteres Phänomen, soweit ersichtlich, erstmals systematisch dargestellt, das sog. „*soft parking by the corporation itself*“ („*soft parking*“).³

Mit dem Begriff *soft parking* bezeichnen Hu/Black den strategischen Einsatz von Aktienderivaten auf und Wertpapierdarlehen über Aktien eines Unternehmens durch das Unternehmen selbst. Es geht mithin um den strategischen Einsatz von Finanzinstrumenten bezogen auf eigene Aktien. In der von Hu/Black erarbeiteten Grundstruktur übernimmt die Gesellschaft durch den Einsatz von Aktienderivaten oder Wertpapierdarlehen die wirtschaftlichen Risiken aus den eigenen Aktien (*economic ownership*). Die Aktien der Gesellschaft, auf die sich die Finanzinstrumente beziehen, werden von einem (befreundeten) Dritten gehalten, der das Stimmrecht aus diesen ausüben kann (*voting ownership*), ohne aber das Kursrisiko aus den Aktien zu tragen. Hu/Black nehmen dabei an, dass der (befreundete) Dritte mangels eigenem wirtschaftlichen Interesse die Stimmrechte im Sinne des Vorstands der Gesellschaft ausüben wird. Die Gesellschaft könnte im Grunde die Stimmrechte aus ihren eigenen Aktien ausüben.⁴ Den Einsatzbereich für die strategische Verwendung von Fi-

¹ *Hu/Black*, 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006); *dies.*, 61 Bus. Law. 1012 (2006); *dies.*, 13 J. Corp. Fin. 343 (2007); *dies.*, 156 U. Pa. L. Rev. 625 (2008); *dies.*, 14 EFMJ 663 (2008); siehe auch *Martin/Partnoy*, 2005 U. Ill. L. Rev. 775 (2005).

² Vgl. monografisch aus dem deutschen Schrifttum *Ostler*, Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse, 2010; *Christ*, Barausgleichsderivate und das Anschleichen an Zielgesellschaften, 2011; *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten nach dem WpHG, 2012.

³ Erstmalige Begriffsbestimmung und systematische Darstellung bei *Hu/Black*, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 642 ff. (2008); kürzere Darstellung in *Hu/Black*, 14 EFMJ 663, 674 f. (2008); siehe auch *Frankel*, 33 Seattle U. L. Rev. 931, 941 f. (2010).

⁴ *Hu/Black*, 14 EFMJ 663, 674 f. (2008), „firms are effectively voting their own shares“.

nanzinstrumenten sehen Hu/Black vornehmlich bei der Abwehr feindlicher Übernahmen.⁵

Während Hu/Black die Chancen für die Zulässigkeit eines solchen Einsatzes von Finanzinstrumenten auf eigene Aktien zur Abwehr feindlicher Übernahmen nach US-Recht positiv bewerten,⁶ ist diese Frage für das deutsche Recht noch nicht erörtert worden.⁷ Wohl auch aufgrund fehlender Praxisbeispiele hat eine Diskussion über den Einsatz von Finanzinstrumenten auf eigene Aktien zur Abwehr feindlicher Übernahmen in Deutschland bislang nicht stattgefunden. Aufbauend auf den von Hu/Black erarbeiteten Grundstrukturen nimmt die vorliegende Arbeit eine umfassende Prüfung der Zulässigkeit des Phänomens *soft parking* nach dem deutschen Aktien-, Kapitalmarkt- und Übernahmerecht vor. Neben der Prüfung der rechtlichen Rahmenbedingungen wird zudem analysiert, inwiefern der Einsatz von Finanzinstrumenten auf eigene Aktien eine effektive Abwehr feindlicher Übernahmen ermöglichen kann.

II. Gang der Untersuchung

Der Untersuchung vorangestellt (Abschnitt B.) sind grundsätzliche ökonomische Erwägungen zum Einsatz von Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen. Insbesondere wird hier der Frage nachgegangen, ob Abwehrmaßnahmen einen wirtschaftlichen Nutzen haben, wobei hier auf Untersuchungen zur Wertsteigerung bei den Aktionären der Zielgesellschaft abgestellt wird. In diesem Zusammenhang erfolgt zudem eine vergleichende Darstellung der Höhe der international geleisteten Übernahmeprämien.

Im Anschluss (Abschnitt C.) werden knapp die rechtlichen Voraussetzungen und Grenzen des Einsatzes zweier bereits praktizierter und mit der Grundstruktur des *soft parking* verwandter Abwehrmaßnahmen, dem Rückerwerb eigener Aktien und der *white-squire*-Verteidigung, dargestellt. Die Prüfung der hier einschlägigen rechtlichen Vorgaben gibt dabei bereits eine erste Orientierung, welche rechtlichen Themenfelder bei der Überprüfung der Zulässigkeit des Einsatzes von Finanzinstrumenten auf eigene Aktien zur Abwehr feindlicher Übernahmen relevant werden. Nach erfolgter rechtlicher Prüfung schließt sich eine kurze Analyse zur Effektivität der jeweiligen Maßnahme bei der Abwehr feindlicher Übernahmen an. Die hier gemachten Feststellungen können als Referenz für den Einsatz der Finanzinstru-

⁵ Darstellung frei nach *Hu/Black*, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 642 ff. (2008) und *dies.*, 14 EFMJ 663, 674 f. (2008).

⁶ *Hu/Black*, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 645 (2008); zustimmend wohl *Frankel*, 33 Seattle U. L. Rev. 931, 941 f. (2010), der das *soft parking* zudem von *voting trusts* abgrenzt.

⁷ *Cahn/Ostler*, AG 2008, 221, 225, deuten die Möglichkeit des Einsatzes von Wertpapierdarlehen zur Abwehr feindlicher Übernahmen an; *Seibt*, ZGR 2010, 795, 806, erwähnt die Möglichkeit des Einsatzes von *empty voting* als „Maßnahme zur Abwehr von Übernahmegeboten“.

mente dienen, da ein solcher nur sinnvoll erscheint, wenn hierdurch eine Steigerung der Abwehrwirkung erreicht wird.

Zur Schaffung einer Grundlage für die weitere Untersuchung und zum besseren Verständnis der Funktionsweise der beim *soft parking* eingesetzten Finanzinstrumente, werden im darauf folgenden Abschnitt D. die rechtlichen und wirtschaftlichen Grundlagen von Aktienoptionen, Aktienswaps und Wertpapierdarlehen dargestellt.

Da noch keine Marktpraxis für die Durchführung der Abwehrstrategie des *soft parking* besteht, werden in den anschließenden Abschnitten E. und F. die Strukturen und strategischen Ziele der Strategie erarbeitet. Hierbei wird zunächst der Einsatz der Finanzinstrumente in der Angriffssituation erörtert, da für diesen Einsatzbereich bereits vielfältige praktische Erfahrungen und wissenschaftliche Ausarbeitungen vorliegen. Die in der Angriffssituation gewonnenen Erkenntnisse werden anschließend genutzt, um durch Parallelwertungen mögliche Grundstrukturen für den Einsatz der Finanzinstrumente in der Abwehrsituation zu erarbeiten. Zudem werden die Gemeinsamkeiten und Unterschiede in den strategischen Zielen bei dem Einsatz der Finanzinstrumente in der Angriffs- und in der Abwehrsituation herausgearbeitet. Eingeleitet werden die Erörterungen jeweils von einem Praxisbeispiel, wobei für die Abwehrsituation auf ein Praxisbeispiel aus Ungarn zurückgegriffen wird.

Der Schwerpunkt der Arbeit liegt auf der sich anschließenden Überprüfung der rechtlichen Vorgaben und Grenzen des Einsatzes der Finanzinstrumente in der Abwehrsituation in den Abschnitten G. und H. Aufbauend auf den zuvor entwickelten Grundstrukturen findet hier eine ausführliche Prüfung der relevanten Vorgaben des Aktien-, Kapitalmarkt- und Übernahmerechts statt. Von den Ergebnissen dieser Prüfung hängt es ab, ob die zuvor entwickelten Grundstrukturen in der Praxis umgesetzt werden können und inwiefern der Einsatz von Finanzinstrumenten auf eigene Aktien zur Abwehr feindlicher Übernahmen zulässig ist.

Nachdem die Grenzen der rechtlichen Zulässigkeit festgestellt wurden, erfolgt im anschließenden Abschnitt I. eine Evaluierung der Effektivität der Abwehrstrategie. Hier wird zum einen überprüft, inwiefern die formulierten strategischen Ziele bei dem Einsatz der Finanzinstrumente im Einklang mit dem geltenden Recht gebracht werden können. Zum anderen wird ein Vergleich mit den Ergebnissen der Effizienzprüfungen bei dem Rückerwerb eigener Aktien und der *white-squire*-Verteidigung erfolgen, um festzustellen, ob die Strategie des *soft parking* geeignet ist, feindliche Übernahmen wirksamer abzuwehren als die bereits praktizierten Abwehrmaßnahmen.

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse (Abschnitt J.).