

Jeffrey N. Gordon

**Das neue deutsche  
„Anti“-Übernahmegesetz  
aus amerikanischer Perspektive**

**Institut für Bankrecht**

Arbeitspapier Nr. 98

## Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive

Jeffrey N. Gordon \*

Ich möchte diese Gelegenheit nutzen, um die amerikanische Sicht auf einen wohl immer bedeutenderen Bestandteil der deutschen Corporate Governance-Landschaft, das feindliche Übernahmeangebot, darzustellen. Ob Übernahmeangebote von einem ausländischen Bieter abgegeben werden (man denke nur an das Gebot von Vodafone an die Aktionäre von Mannesmann oder an das Gebot von Barilla für Kamps), oder ob es von einem einheimischen Bieter stammt – wer könnte Krupps Gebot für Thyssen vergessen? –: Feindliche Übernahmeangebote betreffen nicht nur die Führungsorgane der einzelnen Zielunternehmen, sondern, wegen ihrer Bedrohung für festgefahrene Geschäftsmuster, auch das ökonomische und politische Umfeld.

### I.

Lassen Sie mich zunächst eine möglicherweise überraschende Tatsache über das Land des Wildwest-Kapitalismus mitteilen: Feindliche Übernahmeangebote in den Vereinigten Staaten sind ein relativ seltenes Phänomen, nur ein paar Dutzend im Jahr unter hunderten, sogar tausenden von freundlichen Übernahmen, die während des Übernahme- und Fusionsbooms in den neunziger Jahren den Regelfall darstellten.<sup>1</sup> Gleichwohl ist die Wirkung feindlicher Übernahmeangebote weiterhin

---

\* Alfred W. Bressler Professor of Law und Co-director, Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, New York. Der Aufsatz beruht auf einem Vortrag, der am 23. April 2002 auf der Konferenz des Deutschen Investor Relations Kreises in Frankfurt am Main gehalten wurde. Für Anmerkungen und Stellungnahmen danke ich Prof. Theodor Baums, für die Übersetzung Herrn wiss. Mitarbeiter Christian Fischer, Frankfurt am Main. Nähere Ausführungen zum Thema folgen demnächst unter „The International Relations Wedge in the Corporate Convergence Debate“, in: Jeffrey N. Gordon and Mark J. Roe, (Hrsg.), ARE CORPORATE SYSTEMS CONVERGING? (Cambridge U. Press 2003).

<sup>1</sup> Legt man einen weiten Begriff des „feindlich“ zugrunde, gab es im Durchschnitt 40 feindliche Übernahmen pro Jahr in der Zeit von 1994 bis 1998, sehr viel weniger in den frühen Neunzigern. Während der wilden achtziger Jahre, der Ära der Finanzinvestoren, lag die Höchstzahl feindlicher Übernahmen in jedem Jahr immer noch unter 100 gegenüber vielen hundert freundlichen Geboten; vgl. John C. Coates, Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are US Public Corporations?, 24 J. Corp. L. 837, 856 (1999). Versteht man den Begriff des „feindlich“ enger in dem Sinne, dass die Zielgesellschaft nicht nur das erste Gebot, sondern auch die folgenden Gebote ablehnt, gab es sogar sehr viel weniger feindliche Übernahmen, in der Regel weniger als ein Dutzend im Jahr; vgl. Joseph H. Flom, Mergers and Acquisitions: The Decade in Review 54 U. Miami L. Rev. 754, 761 (2000). Die meisten anfangs „feindlichen“ Übernahmen enden in der Regel

sehr wichtig, weil viele sogenannte freundliche deals vor dem Hintergrund feindlicher Übernahmemöglichkeiten verhandelt werden. Manche meinen sogar, daß der einzige wirkliche Unterschied zwischen „feindlichen“ und „freundlichen“ Übernahmen der Zeitpunkt ist, zu dem die Transaktion allgemein bekannt wird.<sup>2</sup> Soweit die Fusionswellen der achtziger und neunziger Jahre eine positive Rolle bei der Umgestaltung der amerikanischen Wirtschaft durch Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Gesellschaften gespielt haben, kam den feindlichen Übernahmeangeboten das entscheidende Gewicht hierbei zu.<sup>3</sup>

Dies führt mich zum deutschen, Ende 2001 verabschiedeten „Anti“-Übernahmegesetz.<sup>4</sup> Insbesondere möchte ich § 33 Abs. 1 Satz 2 WpÜG in den Blick nehmen, der in der verabschiedeten Fassung dem Vorstand gestattet, mit Zustimmung des Aufsichtsrats Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, ohne vorher die Zustimmung der Aktionäre einholen zu müssen.<sup>5</sup> Mit anderen Worten: das deutsche „Anti“-Übernahmegesetz hat die Position der unseligen Übernahmerichtlinie abgelehnt, die, wie der britische City Code, jedwede Handlung des Vorstands verboten hätte, durch die ein Übernahmeangebot „vereitelt“ werden kann<sup>6</sup> (sog. Neutralitätspflicht des Vorstands). Statt

---

„freundlich“.

<sup>2</sup> G. William Schwert, Hostility in Takeovers: In the Eye of the Beholder? 55 J. Finance 2599 (2000).

<sup>3</sup> Dazu allgemein: Jeffrey N. Gordon, The Shaping Force of Corporate Law in the New Economic Order, 31 U. Richmond L. Rev. 1472 (1997).

<sup>4</sup> „Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz“ v. 20 Dezember 2001 (BGBl. I. S. 3822), im folgenden „WpÜG“. Freilich ist das Gesetz mehr als ein „Anti-Übernahmegesetz“. Es regelt alle Gesichtspunkte öffentlicher Angebote zum Erwerb von Wertpapieren in Deutschland und, soweit es klare Regeln und Verfahren einführt und zweckmäßige Neuerungen des deutschen Gesellschaftsrechts wie den Ausschluss von Minderheitsaktionären enthält, mag es die Abgabe von Übernahmeangeboten, einschließlich feindlicher Übernahmeangebote, erleichtern. Dennoch ist sein charakteristisches Merkmal, das Gegenstand ausführlicher Diskussionen während des Gesetzgebungsverfahrens war, das Anti-Übernahme-Element.

<sup>5</sup> § 33 Abs. 1 WpÜG lautet: „Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 darf der Vorstand der Zielgesellschaft keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Dies gilt nicht für Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte, für die Suche nach einem konkurrierenden Angebot *sowie für Handlungen, denen der Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zugestimmt hat*“.

<sup>6</sup> Art. 9 Abs. 1 a) des Gemeinsamen Standpunkt des Rates vom 19. Juni 2000 für die Übernahmerichtlinie (Abl. C 23 v. 24.01.2001, S. 1ff.) bestimmte:

dessen verfügt die Unternehmensleitung nunmehr gemeinsam mit dem Aufsichtsrat über eine weitreichende Machtbefugnis, sich einem feindlichen Bieter widersetzen zu können. Dies läutet eine neue Ära für Reaktionen deutscher Gesellschaften auf feindliche Übernahmeangebote ein.

Zunächst möchte ich dem Ursprung dieser Vorschrift nachgehen, zumindest wie er von einem amerikanischen Beobachter gesehen wird. Im Anschluss werde ich versuchen darzustellen, warum das deutsche Anti-Übernahmegesetz negativere Folgen für Übernahmen in Deutschland und in der Europäischen Union zeitigen dürfte als vergleichbare Regelungen in den Vereinigten Staaten. Meine These wird sein, daß institutionellen Arrangements ebenso wie kulturellen Faktoren Bedeutung zukommt, und daß diejenigen institutionellen und kulturellen Faktoren, die an sich wirkungsvolle Abwehrmöglichkeiten wie z.B. „poison pills“ in den Vereinigten Staaten letzten Endes doch unschädlich machen, in Deutschland nicht funktionieren dürften.

Übernahmen und Fusionen dienen zwei allgemeinen Zielsetzungen. Die erste betrifft die traditionellen Zwecke industrieller Organisation: eine optimale Größe und das gebotene Ausmaß geschäftlicher Tätigkeit zu erreichen; Geschäftseinheiten in bessere Strukturen mit vertikaler und horizontaler Wirtschaftlichkeit umzugestalten; bei Überkapazitäten nützliche Konsolidierung herbeizuführen und - in manchen Fällen - ein Führungsteam durch ein möglicherweise besser arbeitendes zu ersetzen. Hinsichtlich dieser Ziele haben Übernahmen und Fusionen in Deutschland vieles mit denen in den Vereinigten Staaten gemein.

Doch Deutschland ist auch Teil des transnationalen Projektes der Europäischen Union, und demgemäß dienen grenzüberschreitende Fusionen einer besonderen und ausgesprochen wichtigen Zielsetzung. Nur durch grenzüberschreitende Fusionen können Unternehmen schnell groß genug werden, um die potentiell riesigen Skalenerträge im EU-weiten Handel zu nutzen. Einer der großen Vorteile der Vereinigten Staaten ist ihr Binnenmarkt, der nationalen Unternehmen unmittelbar ermöglicht, sich entlang der Erfahrungskurve dem niedrigsten Stückpreis entgegen zu bewegen. Dieser Binnenmarkt ist nicht nur ein wesentlicher Motor lokalen Wohlstands, sondern macht diese Unternehmen auch zu starken Wettbewerbern im internationalen Handel. Die Schaffung EU-weit

---

„Spätestens nach Erhalt der in Artikel 6 Absatz 1 Satz 1 genannten Informationen, die das Angebot betreffen, und bis zu dem Zeitpunkt, zu dem das Ergebnis des Angebots bekannt gemacht wird oder das Angebot hinfällig wird, hat das Leitungs- oder das Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft mit Ausnahme der Suche nach konkurrierenden Angeboten den Abschluss jedweder Handlung zu unterlassen, durch die das Angebot vereitelt werden könnte, es sei denn, die Hauptversammlung hat während der Frist für die Annahme des Angebots zuvor ihre Zustimmung dazu erteilt; dies gilt insbesondere für die Ausgabe von Gesellschaftsanteilen, durch die der Bieter auf Dauer an der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft gehindert werden könnte.“

Vergleiche zu den Änderungsvorschlägen des Europäischen Parlaments die „Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments zum Gemeinsamen Standpunkt des Rates im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie betreffend Übernahmeangebote“, Abl. EG Nr. C 232 v. 17.08.2001, S. 168ff.

tätiger Unternehmen schafft für Europa ein vergleichbares Potenzial.

Abgesehen von effizienter Ressourcenbündelung bauen grenzüberschreitende Fusionen rasch Unternehmen auf, die Netze für die transnationale Beschäftigung von Menschen und Kanäle für den transnationalen Fluss von Kapital, Gütern, Dienstleistungen und nicht zuletzt Triebkraft einer multinationalen Haltung sind. Grenzüberschreitende Fusionen sind wichtig für Deutschland und die Europäische Union insgesamt, weil die daraus hervorgehenden Unternehmenszusammenschlüsse - transeuropäische Unternehmen - dazu beitragen, die Europäische Union zu einer wirtschaftlichen Einheit zusammenzufügen, und dadurch dem Projekt einer transnationalen wirtschaftlichen und politischen Integration dienen. Die Wirtschafts- und Währungsunion schafft die Grundlage für diesen gewaltigen Wandel, aber grenzüberschreitende Fusionen haben dabei ebenfalls eine wesentliche Rolle zu spielen.

Dennoch bringen grenzüberschreitende Übernahmen besondere Risiken mit sich. Der Staat einer Zielgesellschaft wird legitimerweise besorgt sein, ob Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen von nationalen Interessen des Sitzstaates des Bieters beeinflusst werden. Wird der Erwerber bei Standortentscheidungen oder Entlassungen oder Betriebsverkleinerungen eine Neigung zugunsten seines Heimatlandes erkennen lassen? Oder, anders gefragt: Wird die nationale Regierung darauf bestehen, dass ein neuer Betrieb eher in Lyon als in Düsseldorf errichtet wird?

Der beste Schutz gegen das Potenzial eines solchen ökonomischen Nationalismus besteht in der wechselseitigen Anfälligkeit beider in Frage kommender Unternehmen für Übernahmeangebote. Nehmen wir einmal an, daß der Erwerber beginnt, seine Entscheidungen an den Interessen seines Heimatlandes auszurichten. Diese ineffiziente Arbeitsweise des Erwerbers führt zu einem sinkenden Shareholder Value, was Möglichkeiten für einen anderen potentiellen Kontrollerwerber eröffnet, falls der Erwerber seinerseits grundsätzlich feindlichen Übernahmeangeboten ausgesetzt ist. Mit anderen Worten: Wenn Unternehmen in allen Ländern gleichermaßen der Bedrohung feindlicher Übernahmen ausgesetzt sind, hilft dies, den wirtschaftlichen Nationalismus zurückzudrängen, der die größte Bedrohung für das Projekt der Europäischen Union ist, und gleichzeitig wird sehr nützliche grenzüberschreitende Übernahmetätigkeit ermöglicht.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Das heißt nicht, daß die Lösung des Problems des ökonomischen Nationalismus darin besteht, die Unternehmen wechselseitig der Möglichkeit einer Übernahme auszusetzen. Ein Staat könnte auch Zahlungen oder Subventionen gewähren, um die vom ökonomischen Nationalismus verursachten Kosten bei dem Unternehmen abzudecken, und so den Shareholder Value erhalten. Doch derartige Zahlungen wären wohl fiskalisch undurchführbar, eine konkurrierende Regierung könnte nachziehen, und natürlich könnten derartige Zuwendungen von der Gemeinschaftsrechtsordnung untersagt werden. Die Anfälligkeit von Unternehmen für Übernahmen erschwert es einer Regierung, ökonomischen Nationalismus schlicht durch Abwälzung der Kosten auf die Aktionäre zu betreiben. (Zu beachten ist, dass die Versuchung, so vorzugehen, mit dem Anteil ausländischen Aktienbesitzes steigt, und daß grenzüberschreitende Fusionen von Wertpapierbörsen den Anteil ausländischen Aktienbesitzes erhöhen werden).

Vor dem Hintergrund dieser Schlußfolgerung empfinde ich eine gewisse Sympathie für den deutschen Widerstand gegen die Haltung der Übernahmerichtlinie zur Neutralitätspflicht des Vorstands. Die Übernahmerichtlinie hat das Problem des „level playing field“ nicht gelöst, sondern sich nur mit den in Abwehrmaßnahmen des Vorstands wurzelnden besonderen Schranken gegenüber feindlichen Geboten befaßt. Aber andere, vielleicht bedeutsamere Schranken dürften in dem zugrunde liegenden Gesellschaftsrecht, den lokalen Beteiligungsstrukturen (einschließlich der Absicherung besonderer staatlicher Kontrollrechte durch „goldene Aktien“) oder der Verteilung von Stimmrechten zu finden sein.<sup>8</sup>

In den Jahren, in denen über die Übernahmerichtlinie diskutiert wurde, ist Deutschland von einem geschlossenen zu einem offeneren System für Unternehmenskontrolle übergegangen; viele der früheren Übernahmeschranken sind beseitigt worden. Dies geschah durch beachtliche Änderungen des Gesellschaftsrechts, zum Beispiel durch Aufhebung von Stimmrechtsbeschränkungen und neuen Begrenzungen bei der Ausübung von Depotstimmrechten durch die Banken. Wichtig war auch die Änderung des Steuerrechts, nämlich das Auslaufen der Körperschaftsteuer auf den Verkauf von Unternehmensbeteiligungen im Januar 2002, die die Zementierung von wechselseitigen Unternehmensbeteiligungen und Ringverflechtungen beseitigen sollte. Auch gab es Änderungen der Beteiligungsstrukturen, die während der neunziger Jahre zu einem erheblichen Ansteigen der Zahl von Unternehmen mit gestreuten Anteilseignern ohne großen Mehrheitsaktionär geführt haben.<sup>9</sup> Vor allem aber hat es auch kulturelle Veränderungen gegeben, wie in den gegensätzlichen Reaktionen auf das feindliche Übernahmeangebot von Pirelli auf Continental 1991 im Vergleich zu denen auf das Gebot von Vodafone für Mannesmann 1999 deutlich wurde. Deutschland hat sich dem Markt für Unternehmenskontrolle, abgesehen von Großbritannien, weit mehr als seine europäischen Partner geöffnet und war – meines Erachtens nicht zu Unrecht – besorgt über die Gefahren eines wirtschaftlichen Nationalismus, den das unvollständig liberalisierte grenzüberschreitende Übernahmeregime ermöglicht hätte. Ja, zweifelsohne gab es auch Sorgen – manche zu Recht, viele überzogen – bei Managern und Arbeitnehmern hinsichtlich der Anpassungskosten des ökonomischen Wandels, die auch in den Vereinigten Staaten zu einer Anti-Übernahmegesetzgebung geführt haben. Doch ich glaube eher, daß die maßgebliche Basis des deutschen Widerstandes gegen die Übernahmerichtlinie und für die Abwehrvorschrift des § 33 Abs. 1 WpÜG von denjenigen formiert wurde, die Deutschlands härtere Position als Verhandlungshebel in einer Art Geschäftsverhandlung gesehen haben, als ein Aufrichten von Barrieren, dazu bestimmt, eine Krise heraufzubeschwören und

---

<sup>8</sup> Weiter unten wird deutlich, dass nach meiner Ansicht das „level playing field“-Argument, das möglicherweise für die Europäische Union Gewicht hat, für die Vereinigten Staaten nicht einschlägig ist, weil dort die Kontrolle über ein Unternehmen ungeachtet rechtlich zulässiger Abwehrmaßnahmen angreifbar ist.

<sup>9</sup> 1991 befanden sich ungefähr 10 Prozent der öffentlich gehandelten Unternehmen in Streubesitz oder hatten keinen großen Mehrheitsaktionär (25 Prozent oder mehr), vgl. Tim Jenkinson & Alexander Ljungvist, *The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance*, 7 J. Corp. Finance 397, 405 (2001). 1999 lag der entsprechende Wert bei 25 Prozent, vgl. Christoph Van der Elst, *The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards and International Harmonisation?*, demnächst in: E. Wymeersch (ed.), *Company Law and Financial Markets* (2002).

eine neue Verhandlungsrunde zu erzwingen, welche die Handelsbarrieren – hier: den Schutz vor Übernahmen – jenseits der dem Vorstand zur Verfügung stehenden Maßnahmen senken würde.

Daher schätze ich die Arbeit der Expertengruppe für Gesellschaftsrecht, der sog. Winter-Kommission, die in ihrem Bericht vom Januar 2002 den Weg zu einer überarbeiteten Übernahmerichtlinie skizziert hat. Ihr entscheidender Schritt liegt in dem Ruf nach der Überwindung von „goldenen Aktien“ und der meisten anderen nationalen Schranken für Kontrollwechsel durch eine neuartige „Durchgriffsregel“, die dem Inhaber einer Mehrheitsbeteiligung (oder einer erforderlichen qualifizierten Mehrheit, die nicht über 75 % liegen darf) bei einem Übernahmeangebot zum Erfolg verhelfen soll.

Bei Umsetzung dieses Vorschlags würde eine solche Regel die Sorgen um ein „level playing field“, die eine bedeutende Rolle bei der Fassung des WpÜG gespielt haben, erheblich lindern. Die Aussichten für eine solche Regel dürften durch die Entscheidungen des Europäischen Gerichtshofes vom Juni 2002 Auftrieb erhalten haben, die „goldene Aktien“ misstrauisch als mutmaßlichen Eingriff in die Kapitalverkehrsfreiheit ansehen und daher den Nachweis eines genau bezeichneten geschützten nationalen Interesses verlangen.<sup>10</sup> Insbesondere hat der EuGH eine von Frankreich einbehaltene „goldene Aktie“ für Elf-Aquitaine gerügt, die dem Minister ein im Grunde genommen ungebundenes Ermessen zur Verhinderung jeder erheblichen Häufung von Gesellschaftsanteilen einräumte. Damit hat der Gerichtshof der Kommission Mut gemacht.

## II.

Im zweiten Teil meiner Erörterung lege ich nun dar, warum das deutsche Anti-Übernahmegesetz weitaus nachteiligere Folgen haben wird als seine amerikanischen Gegenstücke. Eine weitverbreitete Verteidigung und Rechtfertigung des deutschen Gesetzes ist zunächst eine Variante des „level playing field“-Arguments: „US-amerikanische Unternehmen werden von solchen Gesetzen geschützt, also benötigen deutsche Firmen einen ähnlichen Schutz durch solche Gesetze“ und außerdem ein Harmonisierungs-Argument: „Wenn sich Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft in den Vereinigten Staaten alles in allem rechnen, sollten sie auch in Deutschland funktionieren“. Diese Argumente beruhen auf einer fehlerhaften tatsächlichen Prämisse: Daß Abwehrmaßnahmen US-Firmen wirklich vor feindlichen Übernahmeangeboten schützen. Das tun sie nicht. Im Allgemeinen strukturieren sie bloß das Verfahren, durch das der Vorstand der Zielgesellschaft einen höheren Preis für die Aktionäre heraushandeln kann. Aber dieses glückliche Resultat ist die Folge von Institutionen und Praktiken, die in Deutschland nicht einfach nachzuahmen sind. Dieselben rechtlichen Grundregeln dürften nämlich zu einem grundlegend anderen Resultat in Deutschland führen.

Lassen sich mich drei Beispiele nennen. Erstens wird die bevorzugte Abwehrmaßnahme in den Vereinigten Staaten, die sogenannte „flip-in poison pill“, deutschen Managern nicht zur Verfügung stehen, die stattdessen wertreduzierende Anwehrmaßnahmen ergreifen werden. Die

---

<sup>10</sup> Vgl. Kommission gg. Frankreich, C-483/99 (v. 4. Juni 2002); Kommission gg. Portugal, C-367/98 (v. 4. Juni 2002); Kommission gg. Belgien, C-503/99 (v. 4. Juni 2002).

„flip-in pill“ wirkt durch die Benachteiligung eines unerwünschten Aufkäufers, der eine Anteilsschwelle von, sagen wir, 15 Prozent, überschreitet, indem sie den *übrigen* Aktionären ein Ankaufsrecht für Aktien der Zielgesellschaft zu einem günstigen Preis einräumt. Um ein Beispiel der gängigen „poison pill“ in den Vereinigten Staaten zu geben: Angenommen, 100 Aktien einer Zielgesellschaft werden am Markt gehandelt. Falls ein Bieter mehr als 15 Aktien erwirbt, haben die verbleibenden Aktionäre das Recht, weitere 85 Aktien der Zielgesellschaft (aus einer Neuemission der Zielgesellschaft) zum halben vom Bieter gezahlten Stückpreis zu kaufen. Mit anderen Worten wirkt die „flip-in pill“ durch eine diskriminierende Ausgabe billiger Aktien, die die Beteiligungsquote des Bieters drastisch reduziert. Hierin liegt eine so mächtige Waffe, daß noch nie eine poison pill zum Einsatz gekommen ist.<sup>11</sup>

Eine poison pill dürfte nach deutschem Gesellschaftsrecht wohl, soweit ich dies als Außenstehender zu beurteilen vermag, nicht durchführbar sein, weil ihr diskriminierender Zug den stark ausgeprägten Bezugsrechten für Aktionäre widerspräche.<sup>12</sup> Deutsche Abwehrmaßnahmen dürften eher denen in den Vereinigten Staaten aus den Siebzigern und frühen Achtzigern ähneln: zum Beispiel Verteidigungskäufe, um kartellrechtliche Probleme für den Erwerber zu erzeugen; die Einrichtung einer Sperrposition für einen „weißen Ritter“ durch einen Freundschaftsverkauf von Wertpapieren; der Verkauf von Wirtschaftsgütern, auf die es dem Erwerber ankommt (den „Kronjuwelen“); die Umformung der Kapitalstruktur durch Aufnahme zusätzlicher Fremdmittel, um die Zielgesellschaft weniger begehrenswert zu machen; der Abschluß sogenannter „golden parachute“-Vereinbarungen, die leitenden und einfachen Angestellten umfangreiche Bonuszahlungen für den Fall eines Kontrollwechsels versprechen; oder exotische taktische Züge, wie die sogenannte „pac man“-Verteidigung, als Antwort auf ein feindliches Übernahmegebot durch Abgabe eines Gegengebots für den vermeintlichen Käufer. Anders als eine „poison pill“, deren Folgen vom Vorstand wieder wettgemacht werden können, damit das Übernahmeverfahren weitergehen kann, sind diese Maßnahmen häufig unumkehrbar. Sie schmälern den Wert des Unternehmens, sie zertrümmern seine wirtschaftliche Logik, und können die Firma zerstören, um sie zu retten. Solche selbstzerstörerischen Maßnahmen werden heute praktisch von keinem amerikanischen Unternehmen mehr ergriffen, aber sie könnten angesichts der Besonderheiten des deutschen Gesellschaftsrechts unvermeidlich sein.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Zu beachten ist, dass sich die „poison pill“ in den Vereinigten Staaten nach dem auf das jeweilige Unternehmen anwendbaren Recht des Bundesstaates richtet, und daß es je nach Bundesstaat Besonderheiten geben kann. Es gibt kein „Bundesgesellschaftsrecht“ in den Vereinigten Staaten, wenn man einmal von den Entscheidungen des *Supreme Court* absieht.

<sup>12</sup> Nach deutschem Recht bedarf der Bezugsrechtsausschluß einer Dreiviertelmehrheit (§ 186 Abs. 3 Satz 2 AktG) nach der Vorlegung eines schriftlichen Berichts des Vorstands über den Grund des Bezugsrechtsausschlusses (§ 186 Abs. 4 Satz 2 AktG). Die Entscheidung über eine „poison pill“ ist in den Vereinigten Staaten noch nie den Aktionären überlassen worden, weil man davon ausgeht, dass sie dagegen stimmen würden.

<sup>13</sup> Man könnte dagegen einwenden, daß das deutsche Recht die Entscheidungsmacht des Vorstands zu derartigen Maßnahmen ohne Hauptversammlungsbeschluß beschränkt. Zum Beispiel



Zweitens bewirkt die in den Vereinigten Staaten übliche jährliche Wahl der Vorstandsmitglieder durch die Aktionäre zusammen mit der starken Beteiligung institutioneller Anleger bei großen Aktiengesellschaften eine hohe Sensibilität von Unternehmensführungen für die Interessen der Anleger bei der Beurteilung eines Übernahmeangebotes. Das vom Recht und von der Unternehmenskultur beförderte Selbstverständnis des Vorstands, nach dem das Unternehmen im Sinne der Aktionäre zu führen ist, bewirkt, daß viele Angebote, auch wenn sie anfangs unerwünscht sind, eher freundlich als feindlich werden. Im Vergleich dazu Deutschland: Die zweistufige Führungsstruktur mit der Doppelführung schmälert bereits den Einfluss der Aktionäre. Es wird mehr Wert auf Belange der stakeholder genommen. Nicht weniger wichtig ist die typische fünfjährige Amtszeit für Aufsichtsratsmitglieder, die den Sinn der Vorstandsmitglieder für eine Verantwortlichkeit gegenüber den Aktionären schmälert. Nach deutschem Recht kann der Inhaber einer 75-prozentigen Beteiligung zwar Aufsichtsratsmitglieder abberufen und ersetzen<sup>14</sup>. Aber man muß beachten, wie schwer es sein kann, in einem Kampf um Aktionärsstimmrechte 75 Prozent zusammen zu bekommen, und wie einfach es demgegenüber ist, eine Sperrminorität aufzubauen. Also sprechen die deutsche Unternehmensführungsstruktur und die Wahlregeln für eine ausgedehntere Nutzung von Verteidigungsmöglichkeiten angesichts eines feindlichen Übernahmegebots.

Drittens wird in den Vereinigten Staaten die Neigung von Vorstandsmitgliedern zum Widerstand gegen ein Übernahmeangebot aus eigennützigen Gründen stark durch eine Vergütungsstruktur gezügelt, die in Deutschland zwar rechtlich zulässig sein mag, sich aber mit kulturbedingten Beschränkungen für die Vergütung von Vorständen kaum vertragen dürfte. Manager in den Vereinigten Staaten, insbesondere der Vorstandsvorsitzende, erhalten einen hohen Anteil ihrer Vergütung in Form von Aktienoptionen. Wenn der Aktienkurs erheblich steigt, bekommen die

---

verpflichtet die *Holz Müller*-Regel (BGHZ 83, 122 ff.) den Vorstand, für die Veräußerung wesentlicher Unternehmensteile einen Hauptversammlungsbeschluß herbeizuführen. Außerdem mag die für Vorstand und Aufsichtsrat geltende Pflicht zur Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters (§§ 93 Abs. 1, 116 AktG) die wegen einer möglichen persönlichen Haftung beunruhigten Beteiligten dazu bringen, die Zustimmung der Aktionäre zu Abwehrmaßnahmen zu beantragen. Ungeachtet dessen könnten die Gerichte die gesetzliche Übertragung der Entscheidungsmacht zu einseitigem Handeln im Fall eines feindlichen Übernahmegebots auf Vorstand und Aufsichtsrat nach § 33 Abs. 1 WpÜG weit auslegen. Auf jeden Fall werden die Gerichte voraussichtlich die Überprüfung anhand einer Art "business judgement rule" vornehmen, die in den Vereinigten Staaten zu großer Nachgiebigkeit gegenüber Vorstandsentscheidungen führt, sofern sie in gutem Glauben nach einem vernünftigen Verfahren der Erkenntnisgewinnung und Abwägung getroffen worden sind. Die Vorstände könnten sich unwillig zeigen, die Zustimmung der Aktionäre einzuholen, und zwar sowohl den Vorratsbeschluß innerhalb von 18 Monaten vor dem Angebot als auch und erst recht die Zustimmung nach dem Angebot, wegen der Besorgnis, daß die Aktionäre die Zustimmung verweigern könnten und dadurch spätere, einseitig vom Vorstand ergriffene Maßnahmen schwerer zu rechtfertigen sein könnten.

<sup>14</sup> Vgl. § 103 Abs. 1 AktG.

Manager entsprechend hohe Auszahlungen. Korrekt angewandt kann hierin ein sehr nützliches Anreizsystem im Sinne der Aktionärsinteressen liegen.<sup>15</sup> Diese Aktienoptionspläne sind in der Regel auf einen längeren Zeitraum, oft auf zehn Jahre, angelegt, um die Bindung der Vorstandsmitglieder an das Unternehmen zu sichern. Doch im Fall einer Übertragung der Unternehmenskontrolle wird der Übergang der Optionen beschleunigt; sie werden alle auf einmal fällig, und so geht es dem Vorstandsvorsitzenden der Zielgesellschaft nicht bloß besser, sondern er wird richtig reich. Warum sollte man sich einem Übernahmeangebot widersetzen, das nicht nur den Unternehmenswert für die Aktionäre erhöht, sondern auch zu einem tollen Zahltag für einen selbst und die übrigen Vorstandsmitglieder führt? Daraus erhellt, warum es in den Vereinigten Staaten so viele Übernahmeangebote und darunter nur einige feindliche Gebote gibt.

Nun stellen Sie sich die Frage, ob dies eine Strategie für Deutschland wäre. Lassen wir den Fall Klaus Esser von Mannesmann Revue passieren, der einen zweistelligen Milliardenbetrag zusätzlicher Euros für die Mannesmann-Aktionäre durch seine Verhandlungsstrategie und seinen Entschluß, die Aktionäre entscheiden zu lassen, herausholte, und der dennoch wegen der Entgegennahme eines 15 Millionen-Euro Bonus hart kritisiert und mit einem strafrechtlichen Ermittlungsverfahren überzogen wurde. Wenn die Neugestaltung von Vorstandsvergütungen mit der Gewährung lukrativer Aktienoptionen nicht möglich ist, um den neuen Möglichkeiten des Vorstands zum Schutz von Macht und Vergünstigungen entgegenzutreten, dann wird das deutsche Anti-Übernahmegesetz eine wichtige Sperre für schlechte, aber ebenso auch für gute deals sein.

Die Schwierigkeiten bei der Neugestaltung von Vorstandsvergütungen wurden kürzlich durch eine Entscheidung der Europäischen Kommission vertieft, mit der allen an europäischen Börsen gehandelten Gesellschaften die Pflicht zur Übernahme der internationalen Bilanzierungsstandards innerhalb der nächsten fünf Jahre auferlegt worden ist.<sup>16</sup> Anders als die GAAP-Standards aus den Vereinigten Staaten verlangen die IAS die Passivierung von Aktienoptionen. Wenn die leitenden Angestellten in den Vereinigten Staaten, die verbissen gegen Reformvorschläge einer Passivierungspflicht in den frühen neunziger Jahren gekämpft haben, Recht hatten, werden die IAS-Regeln die Gewährung längerfristiger Aktienoptionen an europäische Manager verhindern oder zumindest sehr erschweren. Mit anderen Worten werden die negativen Auswirkungen der Gewährung umfangreicher Aktienoptionen auf den Bilanzgewinn deren Benutzung unabhängig von kulturellen Einflüssen zurückdrängen. Die Folge wird im Vergleich zum amerikanischen Beispiel ein starker Motivationsunterschied beim Management, das sich einem feindlichen Übernahmeangebot gegenüber sieht, sein.

---

<sup>15</sup> Wie jüngere Fälle aus den Vereinigten Staaten, etwa Enron, zeigen, ist es freilich auch möglich, so viele Aktienoptionen anzuhäufen, daß die Manager Risiken eingehen, die die Aktionäre nicht gutheißen würden. Vgl. dazu demnächst eingehend Gordon, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, *University of Chicago Law Review*, 2002.

<sup>16</sup> „Vorschlag der Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze“ v. 13.02.2002, KOM (2001) 80 endg. 2001/0044 (COD).

Das Dilemma ist also: Wenn Deutschland die Übernahmeschranken des neuen Rechts nutzen kann, um neue Verhandlungen über eine Übernahmerichtlinie hin zu einem „level playing field“, hin zu einem liberalisierteren Fusions- und Übernahmeregime zu erwirken, dann wird dies, so meine ich, dem wirtschaftlichen Wohlstand in der Europäischen Union und in Deutschland dienen. Aber wenn das Projekt der Übernahmerichtlinie hoffnungslos auf der Strecke bleibt, ist das neue deutsche Recht potenziell schädlich für Deutschland und Europa. Ohne glaubwürdige Bedrohung der Unternehmen durch feindliche Übernahmen werden sehr viel weniger Übernahmen, und gerade weniger grenzüberschreitende Übernahmen und Fusionen, die transnationale Größenvorteile ermöglichen, stattfinden. Gerade diese könnten aber der Schlüssel zu größerer wirtschaftlicher Wettbewerbsfähigkeit und ein wichtiger Beitrag zu dem europäischen Projekt wirtschaftlicher und politischer Integration sein, das die Hoffnungen der Welt entfacht hat.

**Arbeitspapiere****(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)**(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- |    |                                  |  |
|----|----------------------------------|--|
| 1  | Theodor Baums                    | Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany<br>(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],<br>Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993,<br>S. 151 ff.)        |
| 2  | Theodor Baums                    | Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht<br>(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)   |
| 3  | Theodor Baums                    | Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German<br>Perspective.<br>(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992<br>S. 249 ff.)                                   |
| 4  | Theodor Baums                    | Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen<br>aus deutscher Sicht   |
| 5  | Theodor Baums                    | The German Banking System and its Impact on Corporate Finance<br>and Corporate Governance<br>(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.],<br>The Japanese Main Bank System, Oxford 1994, S. 409 ff.) |
| 6  | Theodor Baums                    | Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs.<br>Continental AG  |
| 7  | Theodor Baums/<br>Michael Gruson | The German Banking System - System of the Future?<br>(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])  |
| 8  | Philipp v. Randow                | Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)   |
| 9  | Theodor Baums                    | Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung<br>(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)   |
| 10 | Markus König                     | Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.<br>Eine empirische Untersuchung   |
| 11 | Theodor Baums                    | Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and<br>Policy Issues  |
| 12 | Christian Fraune                 | Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA<br>(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)  |

- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages - (Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs") (publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments (publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe (publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach (publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften (publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten (publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen (publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG (publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)

- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995  
S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design:  
Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996,  
S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende  
Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für  
Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996  
S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und  
kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996  
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie  
Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem  
deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7  
[1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and  
Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -

- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German  
Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche  
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen  
und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff  
[1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market  
Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für  
den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift  
Die Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer  
mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler  
Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung  
des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen  
Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht

- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der  
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligaverene und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance -  
The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998,  
S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme  
für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein  
Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von  
Schuldverschreibungen -  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des  
"kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -



- 64 Malte Schindhelm/Ingo Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen,  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)

- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler -  
Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre  
Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000  
S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und  
deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets  
and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum,  
2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. unter dem Titel „Reform des Rechts zur Verhinderung  
der Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –

- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum  
Deutschen Corporate Governance Kodex
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding  
Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The  
Proposed EU Directive on Supplementary Supervision of Financial  
Conglomerates
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des  
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer  
Perspektive